

**Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat
Secara Informasi Atas Pengumuman Dividen
(Studi pada Emiten yang Memenuhi Syarat Keanggotaan
Jakarta Islamic Index (JII) Periode Tahun 2003-2007)**

Rikha Muftia Khoirunnisa'

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gajah Mada; Email: move_tya@yahoo.com

Muniya Alteza

Fakultas Ilmu Sosial dan Ekonomi UNY; Email: muniya_alteza@yahoo.com
m_alteza@uny.ac.id

Diterima 4 April 2012, Disetujui 20 Mei 2012

Abstract. This study aimed to test the informationally market efficiency on capital market with the principles of Islamic sharia on dividend announcement. Dividend announcement was chosen because the dividends may be perceived as positive or negative signal by investors. Sample of this research is 35 stocks in Islamic sharia which listing in Jakarta Islamic Index (JII). In this research, the presence of information content shown by the significance of abnormal return, followed by a look at the speed of market reactions to the dividend announcement. Results showed that there is a significant abnormal return around event date, but investors slow to react on the dividend announcement. Overall, we can conclude that the capital market with sharia principles has not been informationally efficient on the dividend announcement.

Keywords: abnormal return, dividend announcement, capital market efficiency

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan bagian dari pasar finansial yang menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Di negara-negara maju, peranan pasar modal sangat dominan dalam mobilisasi dana-dana masyarakat, bahkan dapat dijadikan indikator keadaan perekonomian suatu negara (Bachrudin, 2004). Pertumbuhan dan perkembangan pasar modal di Indonesia terlihat dari semakin banyak perusahaan-perusahaan yang *go public* (*listing* di Bursa Efek Indonesia). Produk-produk derivatif semakin dikembangkan dan beragam. Selain itu, di Indonesia mulai berkembang pasar modal berdasarkan prinsip syariah Islam. Pemerintah, BAPEPAM, dan MUI secara resmi telah meluncurkan pasar modal syariah pada tanggal 14 Maret 2003. Sebelumnya pada tahun 2000 PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan *Jakarta Islamic Index*, sementara itu reksa dana syariah pertama sudah ada pada tahun 1997, serta diterbitkannya obligasi syariah *mudharabah* Indosat pada tahun 2002. Berdasarkan pengumuman yang dikeluarkan BAPEPAM, diketahui daftar sekuritas yang memenuhi syarat syariah terdiri dari

industri yang berbeda-beda. Bangkitnya ekonomi Islam di Indonesia dewasa ini menjadi fenomena yang menarik dan menggembirakan terutama bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama Islam.

Pasar modal yang adil perlu diciptakan untuk mencapai efisiensi pasar modal (Nusantara, 2004), pasar modal dengan prinsip syariah Islam sangat sesuai dengan hipotesis pasar yang efisien. Melihat pertumbuhan pada pasar modal dengan prinsip syariah Islam, perlu dilakukan penelitian empiris mengenai tingkat efisiensinya. Tingkat efisiensi pasar sangat penting diketahui oleh para investor, karena investor membutuhkan informasi-informasi yang terkait dengan pasar. Peringkat efisiensi pasar modal akan sangat berguna dalam menentukan seberapa besar risiko investor dalam pengambilan keputusan investasi (Sunariya, 1998). Pasar akan bereaksi membentuk harga yang baru setelah dapat pengumuman di bursa, tetapi pada kenyataannya investor lambat dalam merespon pengumuman bahkan mungkin tidak bereaksi atas pengumuman tersebut. Investor masih naif untuk mempercayai informasi di bursa sehingga mereka cenderung mengabaikan *event* atau peristiwa yang terjadi.

Prinsip dasar untuk membangun pasar modal yang sesuai ajaran Islam (Firdaus, 2005: 12) dan (Nusantara, 2004: 130-131) adalah:

1. Pembiayaan atau investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang halal dan bermanfaat,
2. Karena uang merupakan alat bantu pertukaran nilai, dimana pemilik harta akan memperoleh bagi hasil dari kegiatan usaha tersebut, maka pembiayaan dan investasi harus pada mata uang yang sama dengan pembukuan kegiatan usaha,
3. Akad yang terjadi antara pemilik harta dengan emiten harus jelas. Tindakan maupun informasinya harus transparan dan tidak boleh menimbulkan keraguan yang dapat menimbulkan kerugian salah satu pihak,
4. Baik pemilik harta maupun emiten tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuannya dan dapat menimbulkan kerugian,
5. Penekanan pada mekanisme yang wajar dan prinsip kehati-hatian baik pada investor maupun emiten,
6. Saham-saham dijual atau dibeli, jika memang tersedia,
7. Dalam Islam, harga saham harus sesuai dengan nilai intrinsiknya. Sehingga nilai sebenarnya dari sertifikat saham akan lebih menggambarkan kondisi yang sesungguhnya.

Konsekuensi dari prinsip-prinsip di atas, dalam tataran operasional pasar modal syariah harus memenuhi kriteria berikut:

1. Efek yang diperjualbelikan harus merupakan representasi dari barang dan jasa yang halal,
2. Informasi harus terbuka dan transparan, tidak boleh menyesatkan, dan tidak ada manipulasi fakta,
3. Larangan terhadap rekayasa penawaran untuk mendapatkan keuntungan diatas laba normal, dengan cara mengurangi *supply* agar harga jual naik,
4. Larangan melakukan rekayasa permintaan untuk mendapatkan keuntungan diatas laba normal dengan menciptakan *false demand*,
5. Larangan atas semua investasi yang tidak dilakukan secara *spot* (langsung),
6. Boleh melakukan dua transaksi dalam satu akad dengan syarat objek, pelaku, dan periodenya sama.

JII merupakan *subset* dari IHSG yang diluncurkan secara resmi tanggal 14 Maret 2003. Perhitungan JII dilakukan PT. BEJ dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang ditetapkan dengan bobot kapitalisasi pasar (*market capitalization weighted*). Perhitungan indeks ini

juga mencakup penyesuaian-penyesuaian yang dilakukan oleh adanya perubahan terhadap data emiten, yaitu *corporate action*. JII menggunakan tanggal perhitungan 1 Januari 1995 dengan nilai awal 100. Indeks JII diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi secara syariah (Firdaus, 2005: 40).

Dua hal utama yang membedakan pasar modal konvensional dengan pasar modal berdasarkan prinsip syariah Islam yaitu dalam pasar modal syariah menggunakan indeks Islam (menunjukkan pergerakan harga-harga saham dari emiten yang dikategorikan sesuai syariah) dan pasar modal syariah itu sendiri yaitu institusi pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah (Muttaqin, 2003).

Pasar modal efisien yaitu "*An Efficient Market (EM) is defined as one in which the price of securities fully reflect all known information quickly and accurately*". *Fully reflect* berarti bahwa harga sekarang (*current price*) suatu saham berkaitan dengan seluruh informasi (Charles dalam Sunariyah, 1998: 32). *All known information* berarti bahwa semua informasi yang diketahui (*known information*) di dalam harga, tidak hanya masa lalu, tetapi juga informasi sekarang beserta kejadian-kejadian (*event*) yang sudah diumumkan dan informasi yang masih transparan. *Quickly and accurately*, maksudnya para pemodal akan menerima informasi yang akurat dalam waktu yang secepat mungkin melalui media informasi apa saja. Pasar yang efisien merupakan suatu pasar dimana efek yang diperdagangkan merefleksikan semua informasi yang terjadi dengan cepat dan akurat (Nursiam dan Puteranto, 2004). Efisiensi didefinisikan dengan membedakan *internal* dan *external efficiency* (West dalam Husnan: 1998, 255). *External efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. *Internal efficiency* menunjukkan bahwa pasar modal bukan hanya memberikan harga yang benar, tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Secara umum efisiensi pasar sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi (Beaver dalam Hartono, 2003: 381).

Bentuk-bentuk efisiensi pasar yaitu (Rubiyatno, 2002):

1) Efisiensi Pasar Secara Informasi

Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi disebut efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Ada tiga bentuk/tingkatan untuk menyatakan efisiensi pasar modal (Husnan, 1998):

- a. Efisiensi bentuk lemah (*weak form*), dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Dalam keadaan ini, pemodal tidak mampu mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* (berdasarkan informasi harga masa lalu) karena harga saham bersifat acak. Umumnya pasar modal di negara berkembang masih berada pada bentuk lemah.
- b. Efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form*), dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, tetapi juga informasi yang sekarang dipublikasikan. Pemodal tidak mampu mendapatkan keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information* (informasi yang dipublikasikan). Umumnya pasar modal di negara maju sudah berada ditingkat efisiensi setengah kuat.
- c. Efisiensi bentuk kuat (*strong form*), dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang tidak dipublikasikan (*non public/inside information*). Tidak ada sekelompok pemodal, meskipun dengan

kemampuan superior, mampu memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi yang relevan, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

2) Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Untuk informasi yang masih perlu diolah lebih lanjut, ketersediaan informasi saja tidak menjamin pasar akan efisien. Efisiensi pasar perlu juga dilihat berdasarkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan. Pasar dikatakan efisien jika semua informasi tersedia dan semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan secara cangguh sebagai efisiensi pasar secara keputusan. Efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan dua faktor yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar (Hartono dalam Rubiyatno, 2002).

Penelitian ini fokus pada pengujian efisiensi pasar (bentuk setengah kuat) secara informasi. Penelitian ini menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah yang diwakili oleh saham-saham yang memenuhi kriteria sebagai saham syariah dengan periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2003-2007. Kandungan informasi dilihat dari signifikansi *abnormal return*. *Abnormal return* dihitung menggunakan *market model* kemudian dilakukan uji sensitivitas perhitungan *abnormal return* dengan menggunakan dua model perhitungan *abnormal return* yang lain, yaitu *market adjusted model* dan *mean adjusted model*. *Event date* yang digunakan dalam penelitian ini adalah tanggal pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

METODE

Data

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh BAPEPAM. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah yang memenuhi kriteria sampel tertentu. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya *miss-specification* dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap hasil analisis. Kriteria sampel diambil berdasarkan tujuan penelitian. Kriteria-kriteria tersebut yaitu:

1. Perusahaan yang terdaftar pada JII secara berturut-turut pada periode penelitian yaitu tahun 2003-2007,
2. Perusahaan yang melaksanakan RUPS dan hasil RUPS tersebut adalah pembagian dividen tunai secara berturut-turut pada periode penelitian,
3. Saham perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan saham yang aktif diperdagangkan,
4. Perusahaan yang mengumumkan tanggal pelaksanaan dan hasil pelaksanaan RUPS di situs Bursa Efek Indonesia dan dapat diidentifikasi dengan jelas,
5. Perusahaan yang tidak melakukan pengumuman lain di sekitar tanggal pengumuman,
6. Perusahaan yang memiliki data laporan keuangan lengkap.

Tabel 1. Daftar Nama Perusahaan Sampel

No	Kode	Perusahaan
----	------	------------

1.	AALI	PT Astra Agro Lestari Tbk
2.	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
3.	BLTA	PT Berlian Laju Tanker Tbk
4.	INCO	PT International Nickel Industries Tbk
5.	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
6.	ISAT	PT Indosat Tbk
7.	MEDC	PT Medco Energi International Tbk
8.	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
9.	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk
10.	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan adalah data kuantitatif yaitu nilai data yang dinyatakan dalam skala numerik. Data dalam penelitian ini merupakan data sekunder yaitu data yang diperoleh dari terbitan atau laporan suatu lembaga (Algifari: 2003, 10). Metode pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, karena data yang digunakan berupa data historis. Pengambilan data dalam penelitian ini diperoleh melalui pengumpulan data sekunder dari pojok BEJ dan dari internet (www.bei.co.id).

Data yang diperlukan dalam penelitian ini meliputi:

1. Nama saham yang dijadikan sampel,
2. Harga saham harian untuk setiap jenis saham pada tahun pengamatan,
3. Tanggal RUPS dan pengumuman hasil RUPS untuk pembagian dividen pada tahun pengamatan,
4. Besarnya dividen per saham yang dibayarkan kepada pemegang saham pada tahun pengamatan,
5. JII harian selama periode penelitian yaitu tahun 2003-2007.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang dirumuskan adalah:

H_{a1} : Terdapat *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman pembagian dividen perusahaan yang terdaftar di JII periode tahun 2003-2007.

H_{a2} : Pasar bereaksi cepat terhadap pengumuman pembagian dividen perusahaan yang terdaftar di JII periode tahun 2003-2007.

Teknik Analisis Data

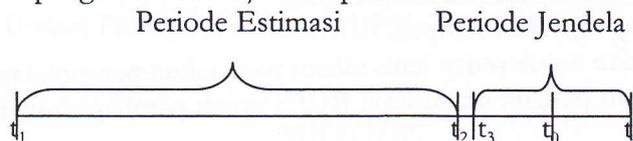
Analisis data dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua, yaitu untuk sampel secara keseluruhan (tanpa pengelompokan menurut perubahan nominal dividen yang dibagikan) dan untuk sampel yang dikelompokkan berdasarkan perubahan nominal dividen yang dibagikan. Sampel yang dikelompokkan berdasarkan besarnya dividen yang dibagikan dibagi menjadi tiga, yaitu sampel yang membagikan dividen meningkat, tetap, dan menurun. Tujuan pembagian tersebut adalah membedakan bahwa pembayaran dividen meningkat, tetap, ataupun menurun masing-masing memberikan sinyal yang mempengaruhi kepercayaan pasar sehingga berpengaruh terhadap harga saham. Sampel dalam penelitian ini berjumlah 35, dimana jumlah ini dianggap sudah cukup, karena sudah termasuk kriteria sampel besar. Jumlah sampel tersebut sudah memenuhi kriteria jumlah sampel yang memiliki distribusi normal sehingga tidak dilakukan uji normalitas (Algifari, 2003:54).

Model Penghitungan *Abnormal Return*

Model yang digunakan adalah model *market model*. *Market model* pada dasarnya bertolak dari pemikiran bahwa tingkat keuntungan yang diperoleh dari suatu saham dipengaruhi oleh tingkat keuntungan seluruh kesempatan investasi (Nursiam dan Puteranto, 2004). Karena perhitungan *abnormal return* menggunakan *market model*, maka periode pengamatan terdiri dari periode estimasi (*estimation periode*) dan periode peristiwa (*event periode*). Penelitian ini menggunakan periode pengamatan selama 21 hari yang mencakup t-10 sampai dengan t+10. Periode estimasi selama 100 hari. Adapun alasan pemilihan jangka waktu pengamatan 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah adalah (Haryanto, 2005):

1. Untuk mengetahui seberapa lama pengaruh pengumuman pembagian dividen dapat dirasakan secara signifikan,
2. Jika periode peristiwa yang diambil terlalu singkat, dikhawatirkan adanya reaksi pasar yang cukup lama namun tidak dapat terdeteksi pada penelitian yang dilakukan,
3. Jika periode peristiwa yang diambil terlalu lama, dikhawatirkan adanya peristiwa lain yang cukup signifikan mempengaruhi hasil penelitian.

Periode estimasi merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa.



Keterangan:

- $t_1 - t_2$ = periode estimasi
- $t_3 - t_4$ = periode jendela
- t_0 = saat terjadinya peristiwa

Umumnya periode jendela juga melibatkan hari sebelum tanggal peristiwa untuk mengetahui apakah terjadi kebocoran informasi. Periode jendela sebagai periode pengamatan merupakan periode yang akan dihitung nilai *abnormal return*-nya. Tanggal yang ditetapkan sebagai t_0 adalah tanggal RUPS.

Langkah-langkah dalam *market model* sebagai berikut:

- 1) Menghitung return saham harian dari perusahaan dengan menggunakan rumus:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

- $R_{i,t}$ = Return saham i pada hari t
- $P_{i,t}$ = Harga saham i pada hari t
- $P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada hari t-1

- 2) Menghitung return pasar dengan rumus:

$$R_{m,t} = \frac{(JII_t - JII_{t-1})}{JII_{t-1}}$$

Keterangan:

- $R_{m,t}$ = Return pasar hari t
- JII_t = JII hari t

- JII_{t-1} = JII hari t-1
- 3) Mengurutkan dalam tabel return saham ($R_{i,t}$) dengan return pasar ($R_{m,t}$) 10 periode sebelum ($t = -10$) dan 10 periode sesudah ($t = +10$) pengumuman dividen, kemudian meregresikan kedua variabel tersebut dengan return saham sebagai variabel tergantung dan return pasar sebagai variabel bebas. Sehingga diketahui regresi α_i dan β_i .

- 4) Perhitungan normal return dan *abnormal return* dilakukan dengan rumus:

$$\text{Normal return} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

Abnormal return:

$$E_{i,t} = R_{i,t} - (\beta_i R_{m,t})$$

- 5) Menghitung AAR

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

AAR_t = *cumulative abnormal return* pada periode t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada waktu t

k = jumlah sekuritas

- 6) Menghitung CAAR

$$CAAR_t = \sum_{t=-10}^{10} AAR_t$$

Keterangan:

$CAAR_t$ = *cumulative average abnormal return* pada periode t

AAR_t = *average abnormal return* pada waktu t

Langkah-langkah menghitung *abnormal return* menggunakan *market adjusted model* yaitu:

- 1) Menghitung *market return* dengan rumus:

$$R_{m,t} = \frac{(JII_t - JII_{t-1})}{JII_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$ = Return pasar hari t

JII_t = JII hari t

JII_{t-1} = JII hari t-1

- 2) Menghitung *abnormal return* masing-masing saham, dengan formula sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada waktu t

$R_{i,t}$ = *return* sesungguhnya pada periode t

$R_{m,t}$ = *return* indeks pasar pada hari t

- 3) Menghitung AAR

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

AAR_t = *cumulative abnormal return* pada periode t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada waktu t

k = jumlah sekuritas

- 4) Menghitung CAAR

$$CAAR_t = \sum_{t=-10}^{10} AAR_t$$

Keterangan:

$CAAR_t$ = *cumulative average abnormal return* pada periode t

AAR_t = *average abnormal return* pada waktu t

Langkah-langkah menghitung *abnormal return* menggunakan *mean adjusted model* yaitu:

- 1) Menghitung *return* ekspektasi sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

- 2) Menghitung *abnormal return* dengan rumus:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

- 3) Menghitung AAR

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

AAR_t = *cumulative abnormal return* pada periode t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada waktu t

k = jumlah sekuritas

- 4) Menghitung CAAR

$$CAAR_t = \sum_{t=-10}^{10} AAR_t$$

Keterangan:

$CAAR_t$ = *cumulative average abnormal return* pada periode t

AAR_t = *average abnormal return* pada waktu t

HASIL DAN PEMBAHASAN

Rincian jumlah sampel dari 10 perusahaan selama tahun 2003-2007 yaitu:

Tabel 2. Rincian Jumlah Sampel per Tahun

Tahun	Jumlah Sampel
2003	8
2004	8
2005	3

2006	9
2007	7
Jumlah	35

Sampel yang didapatkan berjumlah 35 sampel. Jumlah sampel tersebut termasuk kriteria sampel besar dan sudah memenuhi kriteria jumlah sampel yang memiliki distribusi normal sehingga tidak dilakukan uji normalitas. Penelitian ini menguji sampel yang dikelompokkan menurut besarnya dividen yang dibagikan dan menguji sampel yang tidak dikelompokkan menurut besarnya dividen yang dibagikan, dengan masing-masing dilakukan uji sensitivitas terhadap model. Sampel yang dikelompokkan berdasarkan besarnya dividen dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu emiten yang membayarkan dividen meningkat, tetap, dan menurun. Berdasarkan data dividen per saham, diketahui bahwa 22 sampel membagikan dividen meningkat, 4 sampel membagikan dividen tetap, dan 9 sampel membagikan dividen menurun. Berikut ini adalah perincian kelompok sampel yang membagikan dividen meningkat, tetap, dan menurun:

Tabel 3. Pengelompokan Sampel Berdasarkan Pembagian Dividen

No	Kode Saham	Tahun				
		2003	2004	2005	2006	2007
1.	AALI	Naik	Naik	-	-	Tetap
2.	ANTM	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
3.	BLTA	Tetap	Naik	-	Naik	Naik
4.	INCO	-	Naik	-	Turun	-
5.	INDF	Tetap	Naik	Turun	Turun	-
6.	ISAT	Turun	Naik	Naik	Turun	-
7.	MEDC	Naik	Turun	-	Naik	Turun
8.	PTBA	-	-	-	Naik	Naik
9.	TLKM	Naik	Turun	-	Naik	Naik
10.	UNVR	Tetap	-	-	Naik	Turun

Berdasarkan pertimbangan, bahwa pembagian dividen meningkat dan tetap memberikan sinyal positif bagi investor, maka sampel yang membagikan dividen tetap dan meningkat akan dijadikan satu kelompok sampel. Jadi, terdapat dua kelompok sampel yaitu kelompok sampel yang membagikan dividen tetap dan meningkat (untuk sinyal positif) serta kelompok sampel yang membagikan dividen menurun (untuk sinyal negatif).

Pengujian Hipotesis 1: Kandungan Informasi

Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen dilihat dari signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama *window period*. H_{a1} diterima jika nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, dan H_{a1} ditolak jika nilai signifikansi lebih besar dari 5%. Pengujian kandungan informasi dilakukan dengan menggunakan *one sample t test*.

Sampel Tanpa Pengelompokan Berdasarkan Besarnya Dividen yang Dibagikan

Hasil pengujian *one sample t test* terhadap *abnormal return* yang dihitung menggunakan tiga model disajikan berikut ini:

Tabel 4.
Hasil Pengujian Statistik Average Abnormal Return

Menggunakan Tiga Model

Hari	Market Model		Market Adjusted Model		Mean Adjusted Model	
	AAR	Sig.	AAR	Sig.	AAR	Sig.
t-10	0,008	0,136	0,002	0,794	0,006	0,326
t-9	-0,005	0,433	-0,004	0,411	-0,007	0,127
t-8	0,007	0,248	0,003	0,554	0,003	0,493
t-7	-0,010	0,154	-0,008	0,026*	-0,012	0,041*
t-6	0,002	0,764	0,006	0,162	-0,002	0,699
t-5	-0,002	0,515	-0,003	0,383	-0,005	0,275
t-4	-0,005	0,285	-0,004	0,285	-0,005	0,398
t-3	-0,002	0,516	0,003	0,206	-0,003	0,305
t-2	-0,031	0,282	0,000	0,945	-0,004	0,227
t-1	-0,011	0,015*	-0,006	0,090	-0,012	0,011*
t0	-0,005	0,266	-0,005	0,243	-0,006	0,273
t+1	0,003	0,484	-0,001	0,902	0,005	0,335
t+2	-0,009	0,017*	-0,009	0,017*	-0,009	0,025*
t+3	-0,003	0,402	-0,005	0,194	-0,005	0,290
t+4	0,006	0,132	0,008	0,035	0,005	0,242
t+5	0,003	0,517	0,001	0,791	0,000	0,994
t+6	-0,015	0,013*	-0,009	0,010*	-0,020	0,003*
t+7	-0,012	0,061	-0,005	0,126	-0,009	0,136
t+8	0,003	0,621	0,005	0,333	0,007	0,159
t+9	-0,004	0,494	-0,006	0,423	-0,005	0,369
t+10	-0,004	0,580	-0,003	0,520	-0,003	0,603

*)Signifikan pada level 5%

Hasil perhitungan di atas menunjukkan bahwa *abnormal return* yang signifikan terjadi empat hari pada perhitungan menggunakan ketiga model kecuali pada *market model* yang menghasilkan *abnormal return* yang signifikan sebanyak tiga hari. *Abnormal return* yang signifikan pada *market model* terjadi pada saat t-1, t+2, dan t+6. Pada perhitungan menggunakan *market adjusted model* signifikansi *abnormal return* terjadi saat t-7, t+2, t+4, dan t+6. Sedangkan pada *mean adjusted model* terjadi pada t-7, t-1, t+2 dan t+6. Hal ini menunjukkan bahwa pembagian dividen memiliki kandungan informasi yang ditandai dengan adanya *abnormal return* yang signifikan.

Sampel Dikelompokkan Berdasarkan Besarnya Dividen yang Dibagikan
Sampel yang Membagikan Dividen Tetap dan Meningkatkan

Hasil pengujian *one sample t test* terhadap *abnormal return*:

Tabel 5.
 Hasil Pengujian Statistik *Average Abnormal Return*
 Menggunakan Tiga Model
 Untuk Pembagian Dividen Tetap dan Meningkatkan

Hari	Market Model		Market Adjusted Model		Mean Adjusted Model	
	AAR	Sig.	AAR	Sig.	AAR	Sig.
t-10	0,010	0,144	0,010	0,142	0,008	0,278
t-9	-0,007	0,352	-0,004	0,489	-0,011	0,028*
t-8	0,000	0,988	-0,002	0,637	0,000	0,977
t-7	-0,007	0,420	-0,008	0,068	-0,010	0,146
t-6	0,001	0,912	0,004	0,435	-0,004	0,553
t-5	-0,001	0,791	0,001	0,845	-0,005	0,426
t-4	-0,007	0,327	-0,005	0,348	-0,006	0,484
t-3	-0,003	0,306	0,002	0,518	-0,004	0,155
t-2	-0,042	0,287	-0,004	0,308	-0,003	0,429
t-1	-0,010	0,081	-0,006	0,198	-0,010	0,071
t0	-0,005	0,374	-0,004	0,434	-0,007	0,236
t+1	0,001	0,791	-0,001	0,820	0,003	0,532
t+2	-0,008	0,092	-0,009	0,048*	-0,008	0,108
t+3	-0,004	0,413	-0,007	0,134	-0,003	0,507
t+4	0,004	0,338	0,007	0,142	0,004	0,424
t+5	0,002	0,613	0,005	0,169	-0,002	0,612
t+6	-0,020	0,012*	-0,013	0,006*	-0,027	0,003*
t+7	-0,013	0,125	-0,004	0,279	-0,008	0,283
t+8	0,003	0,664	0,004	0,493	0,009	0,148
t+9	-0,005	0,455	0,001	0,931	-0,008	0,344
t+10	-0,011	0,164	-0,007	0,220	-0,010	0,157

*) Signifikan pada level 5%

Berdasarkan tabel di atas, signifikansi *abnormal return* terjadi pada waktu yang berbeda pada masing-masing model. Perhitungan menggunakan *market model* menghasilkan signifikansi *abnormal return* pada t+6 saja. Pada *market adjusted model* signifikansi terdapat pada saat t+2 dan t+6. Sedangkan pada *mean adjusted model*, *abnormal return* yang signifikan terjadi pada t-9 dan t+6. Terdapat waktu signifikansi yang sama pada ketiga model yaitu pada t+6. Ditemukannya *abnormal return* yang signifikan menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi atas informasi pembagian dividen.

Sampel yang Membagikan Dividen Menurun

Tabel di bawah ini akan menyajikan hasil uji statistik pada kelompok sampel yang membagikan dividen menurun:

Tabel 6.
Hasil Pengujian Statistik *Average Abnormal Return*
Menggunakan Tiga Model
Untuk Pembagian Dividen Menurun

Hari	Market Model	Market Adjusted Model	Mean Adjusted Model
------	--------------	-----------------------	---------------------

	AAR	Sig.	AAR	Sig.	AAR	Sig.
t-10	0,002	0,787	-0,021	0,345	-0,002	0,788
t-9	0,002	0,870	-0,003	0,671	0,005	0,669
t-8	0,025	0,116	0,016	0,239	0,012	0,194
t-7	-0,018	0,124	-0,008	0,208	-0,018	0,144
t-6	0,004	0,686	0,012	0,134	0,002	0,832
t-5	-0,006	0,372	-0,012	0,100	-0,006	0,392
t-4	-0,002	0,670	-0,002	0,572	-0,004	0,468
t-3	0,002	0,621	0,007	0,150	0,002	0,682
t-2	-0,001	0,778	0,012	0,090	-0,005	0,241
t-1	-0,014	0,019*	-0,008	0,277	-0,015	0,020*
t0	-0,006	0,525	-0,008	0,339	-0,001	0,902
t+1	0,009	0,440	0,001	0,944	0,008	0,460
t+2	-0,013	0,068	-0,009	0,210	-0,012	0,092
t+3	-0,002	0,820	-0,001	0,923	-0,008	0,371
t+4	0,010	0,213	0,011	0,049*	0,008	0,371
t+5	0,004	0,707	-0,011	0,294	0,007	0,430
t+6	0,000	1,000	0,000	0,980	0,000	0,856
t+7	-0,011	0,241	-0,008	0,300	-0,012	0,268
t+8	0,002	0,780	0,006	0,302	0,000	0,954
t+9	0,001	0,857	-0,025	0,307	0,001	0,885
t+10	0,017	0,169	0,008	0,453	0,016	0,169

*) Signifikan pada level 5%

Dibandingkan dengan hasil-hasil sebelumnya, kali ini signifikansi *abnormal return* yang diperoleh sangat sedikit. Pada masing-masing model hanya ditemukan satu hari yang signifikan dan bernilai negatif kecuali pada *market adjusted* dimana AAR memiliki nilai positif. Kesamaan periode dimana ditemukan *abnormal return* yang signifikan terjadi pada *market model* dan *mean adjusted model* yaitu pada t-1, sedangkan *market adjusted model* pada saat t+4.

Pengujian Hipotesis 2: Kecepatan Reaksi Pasar

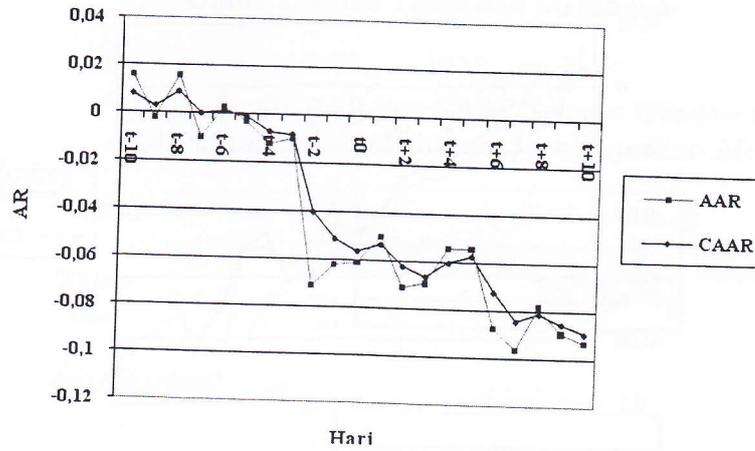
Aspek yang dinilai untuk menguji efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat secara informasi adalah kecepatan reaksi pasar terhadap informasi pembagian dividen. Suatu pasar modal dikatakan efektif bentuk setengah kuat secara informasi bila suatu pengumuman mempunyai kandungan informasi dan pasar bereaksi cepat untuk mencapai harga keseimbangan yang baru.

Sampel Tanpa Pengelompokkan Berdasarkan Besarnya Dividen yang Dibagikan

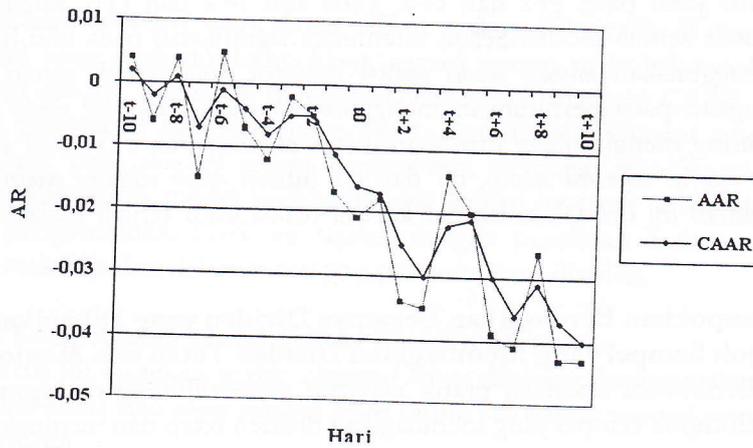
Berikut ini disajikan grafik *abnormal return* untuk sampel secara keseluruhan:

Grafik 1.

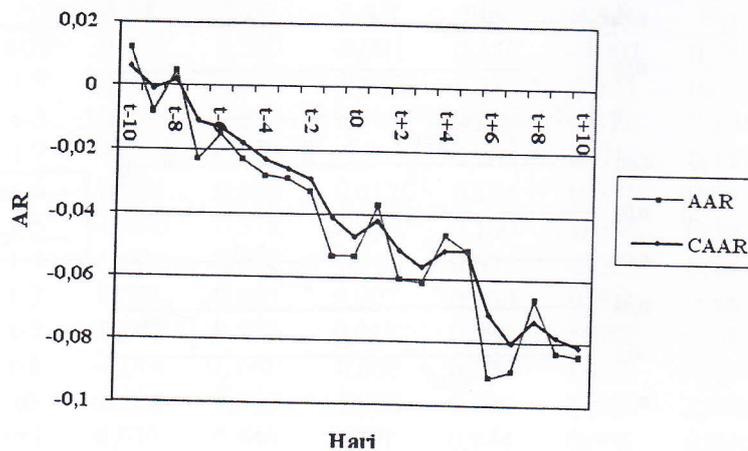
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Market Model*)



Grafik 2.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Market Adjusted Model*)



Grafik 3.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Mean Adjusted Model*)

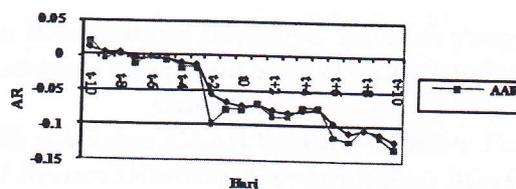


Grafik-grafik di atas menunjukkan reaksi investor terhadap pengumuman pembagian dividen. Dilihat secara keseluruhan, semua hasil perhitungan AAR dan CAAR menggunakan ketiga model menunjukkan bahwa *abnormal return* yang terjadi sejak $t-10$ sampai dengan $t+10$ semakin menurun. Hasil signifikansi pada ketiga model berbeda, namun terjadi kesamaan waktu signifikansi yaitu pada $t+2$ dan $t+6$. Pada saat $t+2$ dan $t+6$, ditemukan signifikansi *abnormal return* pada semua model. Selain ditemukan signifikansi pada hari-hari tersebut, pada perhitungan menggunakan *market model* reaksi investor juga terjadi sehari sebelum tanggal peristiwa. Sedangkan pada perhitungan menggunakan *market adjusted model* dan *mean adjusted model* masing-masing menghasilkan dua signifikansi *abnormal return* di hari yang lain yaitu $t-7$ dan $t+4$ (untuk *market adjusted model*), $t-7$ dan $t-1$ (untuk *mean adjusted model*). Reaksi investor pada hasil penelitian ini dikatakan lambat karena reaksi baru terjadi pada saat $t+2$ (Susanto, 2008).

Sampel Dikelompokkan Berdasarkan Besarnya Dividen yang Dibagikan Kelompok Sampel yang Membagikan Dividen Tetap dan Meningkat

Berikut ini disajikan grafik *abnormal return* dihitung menggunakan tiga model untuk kelompok sampel yang membagikan dividen tetap dan meningkat

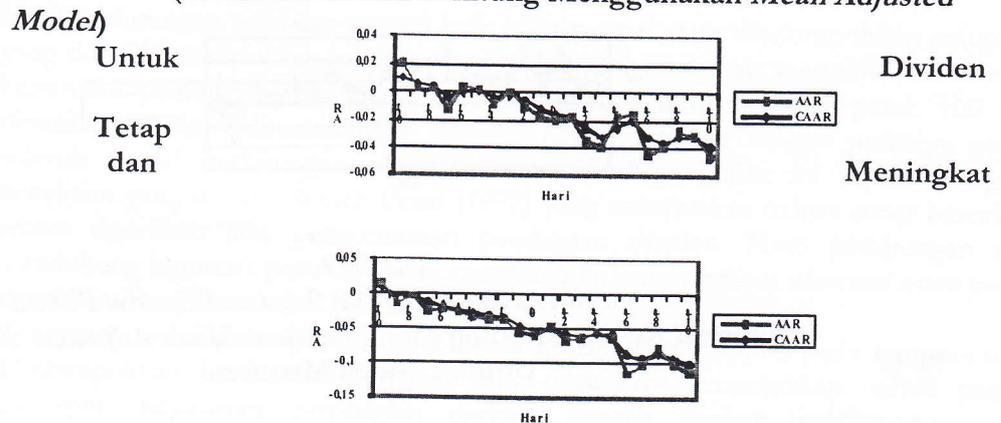
Grafik 4.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Market Model*)
Untuk Dividen Tetap dan Meningkat



Grafik 5.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Market Adjusted Model*)

Untuk Dividen Tetap dan Meningkatkan

Grafik 6.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Mean Adjusted Model*)

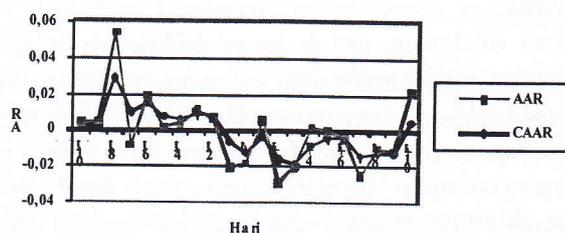


Fluktuasi *abnormal return* dapat dilihat pada grafik-grafik di atas. Sama seperti pada sampel yang tidak dikelompokkan, secara umum pada kelompok sampel yang membagikan dividen tetap dan meningkat, baik AAR maupun CAAR terus menerus mengalami penurunan sampai dengan $t+10$. Signifikansi *abnormal return* yang terjadi tidak sebanyak pada sampel secara keseluruhan. Terdapat signifikansi pada periode yang sama pada semua model yaitu pada $t+6$. Reaksi investor terbilang lambat dalam merespon pengumuman. Hasil ini sejalan dengan penelitian Susanto (2008) bahwa investor bereaksi lambat dalam merespon pengumuman dividen.

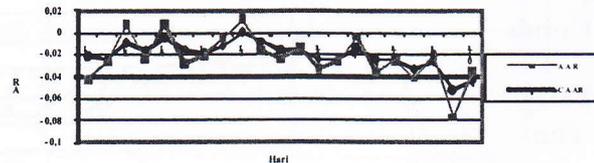
Kelompok Sampel yang Membagikan Dividen Menurun

Berikut ini disajikan grafik *abnormal return* dihitung menggunakan *market model*, *market adjusted model*, dan *mean adjusted model* untuk kelompok sampel yang membagikan dividen menurun:

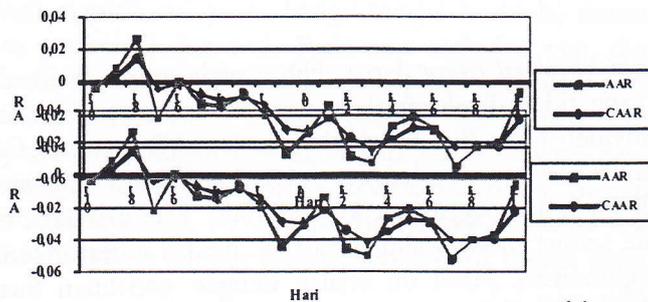
Grafik 7.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Market Model*)
Untuk Dividen Menurun



Grafik 8.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Market Adjusted Model*)
Untuk Dividen Menurun



Grafik 9.
Grafik AAR dan CAAR Selama *Window Period*
(*Abnormal Return* Dihitung Menggunakan *Mean Adjusted Model*)
Untuk Dividen Menurun



Hasil perhitungan pada kelompok sampel yang membagikan dividen menurun secara umum sangat berfluktuasi untuk keseluruhan model. Hal ini dapat dilihat lebih jelas pada grafik-grafik di atas. Hasil ini memang sedikit berbeda dengan hasil yang terjadi pada sampel secara keseluruhan dan pada sampel yang membagikan dividen meningkat, dimana ternyata *abnormal return* diantara $t+9$ sampai $t+10$ mengalami kenaikan. Kenaikan yang terjadi di akhir *window period* ini tidak terjadi pada sampel secara keseluruhan maupun pada kelompok sampel yang membagikan dividen tetap dan meningkat. Kembali hasil penelitian menyebutkan bahwa reaksi investor lambat dalam merespon pengumuman pembagian dividen. Hasil ini berdasarkan penelitian Susanto (2008) tentang reaksi investor terhadap pengumuman dividen.

Pengujian Sensitivitas

Uji sensitivitas dilakukan untuk membandingkan hasil perhitungan *abnormal return* yang menggunakan *market model* dengan kedua model lainnya yaitu *market adjusted model* dan *mean adjusted model*. Uji sensitivitas digunakan untuk melihat apakah peristiwa pengumuman pembagian dividen sensitif terhadap model atau tidak (Suganda, 2007). Sensitif atau tidaknya terhadap model, dilihat dari hasil perhitungan signifikansi *abnormal return* yang dihitung menggunakan ketiga model, baik pada sampel yang dikelompokkan maupun yang tidak dikelompokkan. Tabel hasil signifikansi *abnormal return* telah disajikan pada hasil penelitian untuk masing-masing sub sampel.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil perhitungan terhadap sampel baik pada sampel yang dikelompokkan maupun yang tidak dikelompokkan berdasarkan dividen yang dibagikan, menunjukkan bahwa keputusan pembagian dividen memiliki kandungan informasi bagi pasar. Hal ini dibuktikan dengan ditemukannya *abnormal return* di sekitar tanggal peristiwa pada seluruh model perhitungan *abnormal return*. Hasil pengujian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pettit (1972) yang menyatakan bahwa pasar bereaksi secara signifikan atas pengumuman pembagian dividen. Hasil perhitungan ini mendukung hipotesis pertama dalam penelitian ini yaitu terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal peristiwa.
2. Kecepatan reaksi pasar pada sampel secara keseluruhan maupun pada sampel yang dikelompokkan berdasarkan dividen yang dibagikan menunjukkan bahwa pasar merespon keputusan pembagian dividen dengan lambat pada perhitungan menggunakan ketiga model. Ini berarti pasar modal dengan prinsip syariah belum efisien secara informasi. Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Handriani dan Ghoniyah (2006) dengan hasil bahwa pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk setengah kuat atas pengumuman dividen.
3. Pengujian sensitivitas pada sampel secara keseluruhan maupun sampel yang dikelompokkan menunjukkan bahwa hasil penelitian tidak sensitif terhadap model. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Suganda (2007) yang menyebutkan bahwa hasil penelitian tidak sensitif terhadap model.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph dan Swary, Itzhak. 1980. Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*. Vol 1., No. 1: 10-25.
- Algifari. 2003. *Statistika Induktif Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Bachrudin. 2004. Karakteristik Pasar Modal dan Instrumen Keuangan Non Riba. *Aplikasi Bisnis*. April, Vol. 5., No. 6: 32-44.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 1999. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Jakarta: Erlangga.
- Chander, R, Sharma, R dan Mehta K. 2007. Dividend Announcement and Informational Efficiency: An Empirical Study of Indian Stock Market. *The Icfai Journal of Applied Finance*. Vol. 13., No. 10: 11-24.
- Firdaus, Muhammad. et. al. 2005. *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Firdaus, Muhammad. et. al. 2005. *Sistem Keuangan dan Investasi Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Gudono dan Johny. 2004. Analisis Kandungan Informasi Pengumuman Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar. *Kompak*. Januari-April, No. 10: 33-49.
- Handriani, Eka dan Ghoniyah, Nunung. 2006. Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat di Bursa Efek Jakarta. *Ekobis*. Januari, Vol. 7., No. 1.
- Hariyanto, Jusuf. 2002. Efisiensi Pasar Modal di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi STEI*. No. 1, tahun 11.

Rikha Muftia Khoirunnisa¹: Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk ...

- Harjito, D Agus. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah di Bursa Saham Kuala Lumpur. *Siasat Bisnis*. Vol. 1., No. 8.
- Hartono, Jogyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Haryanto. 2005. Pengaruh Pemecahan Saham Terhadap Likuiditas dan *Abnormal Return* Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Buletin Ekonomi*. Desember, Vol. 3., No. 3.
- Huda, Nurul dan Nasution, Mustafa Edwin. 2007. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Kurniawati, Indah. 2003. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap *Abnormal Return*: Pengujian *Signaling Hypothesis* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* Agustus.
- Lestari, Sri dan Donny. 2006. Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah dan Setengah Kuat Pada PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Tahun 2002-2003. *Ventura*. Desember, Vol. 9., No. 3.
- Muttaqin, Hidayatullah. 2003. Telaah Kritis Pasar Modal Syariah. *www.geocities.com*, diakses 27 Desember 2008.
- Nursiam dan Puteranto, Lastiyono Doso. 2004. Analisis Efisiensi Pasar Modal Indonesia Periode 1998-2000 (Studi pada PT. Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*.
- Nusantara, Agung. 2004. Pasar Modal Islami Antrara Harapan dan Kenyataan. *Fokus Ekonomi*. Agustus, Vol. 3., No. 2.
- Pettit, R Richardson. 1972. Dividend Announcement Security Performance and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*.
- Puspitasari, Dian Agustin dan Witono, Banu. 2004. Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. September, Vol. 3., No. 2.
- Rubiyatno. 2002. Tinjauan Efisiensi Pasar Modal Indonesia. *Antisipasi*. Vol. 6., No. 2.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Shayatah, Husein dan Fayyadh, Athiyyah. 2001. *Bursa Efek Tuntunan Islam dalam Transaksi di Pasar Modal*. Surabaya: Pustaka Progresif.
- Siaputra, Lani dan Atmadja, Adwin Surja. 2006. Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Mei, Vol. 8., No. 1.
- Suganda, Tarsisius Renald. 2007. *Kandungan Informasi Pengumuman Saham Bonus*. Tesis tidak diterbitkan, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sunariyah. 1998. Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia. *Telaah*. Vol. 2., No. 3.
- Sutanto, Aris. 2008. Analisis reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen (Studi Empiris BEI Tahun 2004-2006). Skripsi tidak diterbitkan, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.
- Wibowo, Buddi dan Manurung, Adler. 2004. Efek Pembagian Dividen Tunai terhadap *Return* Harga Saham. *Usahawan*. Agustus, No. 8.
- www.bei.co.id
- Yusuf, Muhammad. 2007. Event Study: Telaah Metodologi dan Penerapannya di Bidang Ekonomi dan Keuangan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. No. 1: 35-52.