

PENGUJIAN EFISIENSI BENTUK SETENGAH KUAT DI INDONESIA

Sri Lestari Kurniawati

Wiwik Lestari

STIE Perbanas Surabaya

E-mail : lestari@perbanas.ac.id

Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Indonesia

ABSTRACT

Efficient market is the market in which when there is an announcement the market get a reaction quickly from the investors. This finally influences the price movement of securities toward the new equilibrium price. Some of action dealing with announcement and that it is believed to have trustable information, this information can be considered feasible to get response technically so as to influence the transaction in the capital market outside. Furthermore, a market can be efficient also when it is a strong form and the security prices fully expresses all information widespread. This study attempts to find out to what extend the efficiency for capital market information in Indonesia by testing some actions done by the companies announced on the stock split, reverse split, profit announcement, and dividend sharing. The sample was taken by means of purposive sampling. Each consists of 26 samples of events for stock split and 19 sample of event for stock reverse. For announcement of the profit consists of 28 companies with 45 events and dividend announcement 26 companies for 52 events. The Expected is calculated using 3 models (Market Model, Mean Adjusted Model, and Market Adjusted Model). Using estimation period of 100 with five day observation period after event analysis, it shows that Indonesia capital markets has different reactions toward each event. In general, the results show that only profit announcement is responded by the capital market.

Key words: *Efficient market, abnormal return, dividend, profit, stock split, reverse split.*

PENDAHULUAN

Suatu pasar modal dianggap efisien apabila suatu pengumuman di reaksi cukup cepat oleh investor sehingga bisa mempengaruhi pergerakan harga sekuritas menuju harga ekuilibrium baru. Konsep efisiensi pasar merupakan konsep yang sudah diuji diberbagai penelitian dengan hasil yang belum konsisten dan banyak anomali (Jensen, 1978; Hadi, 2006). Fama sebagai pencetus konsep ini berpendapat bahwa dalam pasar yang efisien maka setiap informasi baru akan secara cepat dan penuh tercermin pada harga pasar saham. Oleh karena itu, dalam pasar yang sempurna, investor seharusnya bisa berharap bahwa seluruh harga pasar saham adalah sama dengan nilai fundamentalnya (Stanley and Kinsman, 2009) dan tidak ada kesempatan

bagi pelaku pasar untuk mendapatkan abnormal return secara konsisten (Hadi, 2006).

Bentuk efisiensi pasar secara informasi dapat dibagi menjadi 3 bentuk yaitu efisiensi pasar bentuk lemah (*weakform efficiency*), efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strongform efficiency*) dan efisiensi pasar bentuk kuat (*strongform efficiency*). Dalam penelitian ini pembahasan ditekankan pada efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Secara teori (Jogiyanto, 2003:371) pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten.

Menurut Solnik (1996), mengingat nilai fundamental sulit diketahui, maka cara untuk menguji efisiensi pasar adalah mendeteksi apakah harga sudah direaksi pada saat ada

berita spesifik, dan bisa menghasilkan *abnormal return*. Dalam hal ini, abnormal return merupakan selisih antara expected return yang mencerminkan nilai fundamental, dan actual return. *Expected return* dapat ditentukan dengan berbagai model antara lain *market model (single index model)*, *mean adjusted model* maupun *market adjusted model*. Ketiganya dimungkinkan untuk digunakan dalam menghitung *expected return* dengan berbagai asumsi.

Pasar modal Indonesia yang telah berkembang sekitar 20 tahun, telah banyak action perusahaan yang terjadi. Aturan pasar modal, setiap tindakan perusahaan yang dianggap signifikan harus dipublikasikan. Pengumuman yang umumnya ada antara lain apabila perusahaan mengadakan *Stock Split* atau *Stock Reverse*. Selain itu, secara rutin perusahaan publik juga akan mengumumkan laba dan dividen. Sebagaimana di pasar modal di negara-negara lain, pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat di Indonesia juga belum konsisten hasilnya. Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menguji satu event dan atau menggunakan satu model pengukuran *expected return*, penelitian ini dilakukan secara lebih komprehensif yaitu dengan menguji empat event dan menggunakan tiga model pengukuran *expected return*. Secara lebih rinci, penelitian ini menguji apakah pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk setengah kuat dalam empat peristiwa yaitu *stock split*, *reverse split*, *pengumuman laba dan dividen* dengan menggunakan *market model (single index model)*, *mean adjusted model* dan *market adjusted model*.

Selanjutnya, paper ini akan mengemukakan penelitian terdahulu tentang event-event yang akan diteliti yaitu *stock split*, *stock reverse*, *pengumuman laba dan pembagian dividen* serta telaah teoritis yang relevan. Selanjutnya, akan dikemukakan metodologi yang digunakan termasuk didalamnya rumus-rumus yang digunakan untuk menghitung *expected return* dengan tiga model. Hasil pengujian menjadi bagian

terakhir pada makalah ini termasuk pembahasan dan kesimpulannya.

RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Uji efisiensi pasar semi-kuat dilakukan dengan meneliti reaksi pasar terhadap tindakan perusahaan yang bisa berupa pengumuman baik akuntansi maupun non-akuntansi misalnya pengumuman laba, perubahan prinsip akuntansi, *stock split*, pengumuman dividen, faktor-faktor makro ekonomi (suku bunga, inflasi, dan jumlah uang beredar), pengaruh pajak dan sebagainya.

Event study pertama kali dilakukan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) meskipun publisitas pertama dilakukan oleh Ball dan Brown pada tahun 1968 (Dimson and Mussafian, 1998). Dengan menggunakan *market model* atau *capital asset pricing model* sebagai benchmark, Fama, et.al menguji efisiensi pasar terhadap pengumuman *stock split* dan Ball & Brown menguji pengumuman laba. Hasilnya mereka menemukan reaksi yang cukup tinggi pada harga saham sebagai antisipasi terhadap pengumuman tersebut. Lebih lanjut, pengujian semacam ini banyak dilakukan di berbagai pasar modal antara lain Grinblatt, Masulis, and Titman (1984) yang menemukan bahwa selama periode 1967 to 1976, sampel yang diteliti memperoleh excess return of 3.44% selama tiga hari sekitar *stock split*. Temuan Desai and Jain (1997) dan Wuff (2002) di pasar modal Jerman juga mengarah hal yang sama (Kunz and Majhensek, 2008)

Di Pasar Modal Indonesia penelitian tentang reaksi *stock split* dilakukan oleh Ernie Hendrawaty (2007). Penelitian tersebut menghasilkan bahwa peristiwa pengumuman *stock split* mengakibatkan harga berubah secara acak pada sebelum dan setelah hari pengumuman, hal ini menyebabkan investor mengalami kesulitan untuk memprediksi perubahan harga untuk perolehan *abnormal return*. Penelitian lain adalah oleh Lusiana SA, (2006) Mengenai

kandungan informasi peristiwa stock split.

Kebalikan dari stock split, untuk kepentingan tertentu perusahaan juga dapat melakukan *stock reverse*. Di Indonesia fenomena ini banyak terjadi setelah krisis, karena harga saham sangat turun. Untuk tujuan meningkatkan harga, perusahaan bisa melakukan tindakan ‘penggabungan’ saham agar secara teoritis harga saham meningkat. Penelitian tentang reverse split dilakukan salah satunya dilakukan di Hongkong oleh Jiang (2003)

Penelitian tentang Reverse Split dilakukan oleh Dwi Ratmawati dan Iga Dewi Kusumawati (2007) di tahun 2001–2006. Hasilnya adalah terdapat *abnormal return* yang negatif secara signifikan pada hari tertentu sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan adanya *abnormal return* yang negatif diartikan bahwa investor bereaksi terhadap informasi pengumuman *reverse split*.

Pengujian EMH dalam kasus pengumuman dividen dilakukan oleh Petit (1972), Charest (1978) dan Abeyratana, et al. (1993), yang menemukan terdapat *abnormal return* yang signifikan setelah pengumuman dividen kas (Hadi, 2006). Sementara itu, penelitian di Indonesia, salah satunya oleh Ivan Christian K (2004) menunjukkan bahwa tidak ada reaksi yang signifikan dari investor atas pengumuman informasi dividen.

Penelitian tentang publikasi laba dan pengaruhnya terhadap *Abnormal Return* di Indonesia dilakukan oleh Wiwin Ardianto (2006). Penelitian ini menggunakan sampel periode 2001-2002. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa pada waktu publikasi laba selama *event window* rata-rata abnormal return negatif (AAR) tetapi tidak signifikan. Respon yang tidak signifikan pada hari pengumuman menunjukkan bahwa investor atau pasar belum sepenuhnya menyesuaikan dengan informasi publikasi laba.

Menurut Kunz and Majhensek (2008) salah satu penyebab ketidak konsistenan hasil adalah karena perbedaan penggunaan

model *expected return*. Oleh karena itu, penelitian ini berupaya menggunakan berbagai pendekatan. Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menguji satu event dan atau menggunakan satu model pengukuran *expected return*, penelitian ini dilakukan secara lebih komprehensif yaitu dengan menguji empat event yaitu *stock split*, *reverse split*, *pengumuman laba dan dividen*. Demikian juga, model pengukuran *expected return*-nya juga menggunakan tiga model yaitu *market model (single index model)*, *mean adjusted model* dan *market adjusted model*.

Efisiensi Pasar Modal

Pada umumnya terdapat tiga bentuk efisiensi pasar (Jensen, 1978) **pertama** adalah bentuk efisiensi yang lemah (*weak form efficiency*) yaitu keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada informasi harga di masa lalu. Dalam keadaan seperti ini perubahan harga saham di masa lalu tidak bisa dipergunakan untuk memperkirakan harga saham di masa mendatang. Penelitian menunjukkan bahwa setidaknya sebagian besar pasar modal setidaknya efisien dalam bentuk ini (Jogiyanto, 2003).

Kedua adalah bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong efficiency*) yaitu keadaan dimana harga tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, tetapi juga semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain pemodal tidak dapat memperoleh keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan informasi publik. Para peneliti telah menguji keadaan ini dengan melihat peristiwa-peristiwa tertentu seperti penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, merger, divestasi, dan sebagainya. Kebanyakan informasi ini dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham (Jogiyanto, 2003).

Ketiga adalah efisiensi kuat (*strong forms*). Dalam keadaan ini, harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang

dipublikasikan, tetapi juga semua informasi yang bisa diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian dan informasi-informasi lain yang tidak dipublikasikan. Dalam keadaan semacam ini pasar modal akan menjadi seperti tempat pelelangan yang ideal, harga akan menjadi sangat wajar, dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik mengenai harga saham (Jogiyanto, 2003).

Menurut Jensen, banyak penelitian tentang pengujian efisiensi pasar modal tidak konsisten hasilnya. Penelitian yang mengarah pada stock split umumnya signifikan menghasilkan *excess return* (Kunz and Majhensek, 2008).

Hasil yang tidak konsisten bisa karena :

1. Karena ketidak efisienan pasar
2. Karena asset pricing model
3. Karena perbedaan pengukuran expected return

Ada beberapa teori yang menjelaskan mengapa perusahaan melakukan stock split antara lain (Kunz and Majhensek, 2008)

1. untuk mencapai range harga optimal agar likuid (*the optimal price range hypothesis*)
2. untuk mencapai optimal tick size (*the market maker hypothesis*), dan
3. untuk memberi sinyal bahwa manajemen confidence terhadap harga saham di masa datang (*the signaling hypothesis*).

Bagi para investor yang melakukan analisis perusahaan, informasi laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan merupakan salah satu jenis informasi yang paling mudah dan paling murah didapatkan dibanding alternatif informasi lainnya. Disamping itu, informasi laporan keuangan akuntansi sudah cukup menggambarkan sejauh mana perkembangan kondisi perusahaan selama ini dan apa saja yang telah dicapainya.

Studi kandungan informasi mengenai laba dan dividen didasarkan pada anggapan bahwa laba dan dividen bermanfaat bagi investor, karena tujuan utama pelaporan tersebut adalah untuk memberikan informasi

kepada mereka yang menaruh minat terhadap laporan keuangan. Laba juga membantu meramal masa depan perusahaan atau dividen di waktu yang akan datang. Laba dan dividen juga dianggap sebagai ukuran keberhasilan dan pedoman mengenai keputusan-keputusan manajerial yang akan datang. Harga saham cenderung naik apabila laba yang dilaporkan dan dividen yang akan dibagikan lebih besar daripada ekspektasi dan sebaliknya.

Return dan Expected Return Saham

Menurut Jogiyanto (2003:109) Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.

Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasi dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang.

Return ekspektasi (*expected return*) adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan return realisasi yang sifatnya sudah terjadi, return ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Abnormal return adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi. *actual return* diperoleh dari return yang sebenarnya yang diterima oleh investor. *expected return* merupakan suatu return yang diharapkan oleh investor ketika memutuskan untuk membeli saham. Abnormal return dapat dihitung dengan :

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}), \quad (1)$$

di mana :

$RTN_{i,t}$ = Abnormal return sekuritas ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*

$R_{i,t}$ = Return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*

$E(R_{i,t})$ = Return Ekspektasi ke-*i* untuk

periode peristiwa ke- t

Sedang R_{it} dihitung dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}, \quad (2)$$

di mana :

R_{it} = *Actual Return* perusahaan i pada hari ke t

P_{it} = *Index* perusahaan i pada hari ke t

P_{it-1} = *Index* perusahaan i pada hari ke $t-1$

Dalam penelitian ini *expected return* akan dihitung dengan menggunakan tiga model yaitu :

1. Market Model

Perhitungan return ekspektasi dengan market model ini dilakukan dengan dua tahap yaitu yang pertama adalah membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan yang kedua adalah dengan menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e, \quad (3)$$

di mana :

R_{it} = *actual return* perusahaan i pada hari ke t

α_i = *intercept*

β_i = koefisien *slope*

R_{mt} = *Return* pasar pada hari ke t

e = kesalahan residu

2. Mean Adjusted Model

Mean Adjusted Model ini menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = \frac{\sum_{j=1}^{t2} R_{ij}}{T} \quad (4)$$

di mana :

$E(R_{i,t})$ = Return Ekspektasi ke- i untuk periode peristiwa ke- t

$R_{i,j}$ = Return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

T = Lamanya periode estimasi, yaitu

dari $t1$ sampai $t2$

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

3. Market - Adjusted Model

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return index pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return index pasar. Metode ini mengasumsikan bahwa seharusnya pendapatan perusahaan adalah sama dengan pendapatan pasarnya. Pendapatan pasar dapat dihitung dengan rumus:

$$ER = \frac{Rm_{it} - Rm_{it-1}}{Rm_{it-1}}, \quad (5)$$

dalam hal ini Rm adalah IHSG bursa efek Jakarta.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk penelitian *event study* yang dapat diartikan sebagai studi untuk mempelajari pengaruh suatu peristiwa yang dianggap penting (*corporate action*) terhadap harga saham di pasar. Besarnya dampak suatu peristiwa terhadap setiap jenis saham tidak sama. Akhirnya yang menjadi tolok ukur adalah perbandingan antara harga saat ini dengan harga sebelumnya (Mohamad Samsul, 2006:274).

Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel AR (*Abnormal Return*) dan CAR (*Cummulative Abnormal Return*). *Abnormal Return* atau *excess return* adalah kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan investor). Untuk memperkirakan *Expected return* dalam penelitian ini menggunakan

Tabel 1
Pengujian AR

| Model | Stock Split <i>n= 28</i> | Stock Reverse <i>n=19</i> | Laba | Dividen |
|-----------------|-----------------------------|------------------------------|------------|------------|
| Market | Tidak sign | Sign pd t_2 dan t_3 | Tidak sign | Tidak sign |
| Mean Adjusted | Tidak sign | Tidak sign | Tidak sign | Tidak sign |
| Market Adjusted | Tidak sign | Tidak sign | Tidak sign | Tidak sign |

Tabel 2
Pengujian CAAR

| Model | Stock Split <i>n= 26</i> | Stock Reverse <i>N=19</i> | Laba | Dividen |
|-----------------|-----------------------------|------------------------------|--------------------------------|------------|
| Market | Tidak sign | Tidak sign | Sign pd t_2 | Tidak sign |
| Mean Adjusted | Tidak sign | Tidak sign | Sign pada t_1 sampai t_5 | Tidak sign |
| Market Adjusted | Tidak sign | Sign pada t_2 dan t_3 | Sign pada t_1, t_2 dan t_4 | Tidak sign |

tiga model perhitungan diantaranya *Mean-Adjusted Model*, *Market-Adjusted Model* dan *Market Model*.

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001 – 2007. Selanjutnya menyeleksi populasi tersebut dengan metode *purposive sampling* yang disesuaikan dengan kriteria sebagai berikut :

Januari 2002 sampai dengan Desember 2007 sebagai sampel periode *stock split*.

Januari 2001 sampai dengan Desember 2007 sebagai sampel periode *reverse split*.

Januari 2003 sampai dengan Desember 2007 sebagai sampel periode *pengumuman Laba*

Januari 2003 sampai dengan bulan Desember 2007 sebagai sampel periode *Pengumuman dividend*

Selama periode pengamatan perusahaan tidak melakukan tindakan *corporate action* lain untuk menghindari dari adanya pengaruh gabungan (bias).

Harga saham yang digunakan adalah harga saham harian (*closing price*) perusahaan sampel selama periode estimasi dan *event window*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari pengumuman

yang dipublikasikan yang berasal dari media massa, data Kustodian Stock Exchange Indonesia (KSEI), Indonesian Stock Exchange (IDX), dan Indonesian Capital Market Directory (ICMD).

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Secara garis besar, empat event study tersebut dapat dirangkum dalam Tabel 1 sampai dengan Tabel 4.

Berdasarkan Tabel 3, dapat diketahui bahwa *abnormal return* selama hari pengamatan untuk semua model pengukuran expected return adalah tidak signifikan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa pasar modal Indonesia dapat dikatakan tidak efisien dalam bentuk setengah kuat pada pengumuman *stock split*.

Pengujian efisiensi pasar modal Indonesia bentuk lemah terhadap pengumuman reverse split

Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 5 dan 6. Pengujian return tidak normal dilakukan pada periode pengamatan lima hari sesudah pengumuman *reverse split*.

Pengujian hipotesis terhadap reaksi pasar modal pada pengumuman *reverse split* jika diukur dengan *abnormal return* tidak ada yang signifikan. Tetapi dengan CAR, menunjukkan negative signifikan pada t_2 dan t_3 .

Tabel 3
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap
Pengumuman *Stock Split*

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|---------|---------------|---------|-----------------|---------|--------------|
| | AAR | t-hit | AAR | t-hit | AAR | t-hit | |
| t 0 | -0,0021 | -0,2475 | 0,0020 | 0,2972 | 0,0034 | 0,5443 | $\pm 2,0518$ |
| t 1 | 0,0163 | 1,4661 | 0,0153 | 1,3544 | 0,0179 | 1,5382 | $\pm 2,0518$ |
| t 2 | -0,0072 | -0,9419 | -0,0055 | -0,6894 | -0,0068 | -0,8810 | $\pm 2,0518$ |
| t 3 | -0,0022 | -0,4077 | -0,0028 | -0,5022 | 0,0033 | 0,6090 | $\pm 2,0518$ |
| t 4 | -0,0004 | -0,1299 | 0,0004 | 0,1003 | -0,0001 | -0,0213 | $\pm 2,0518$ |
| t 5 | -0,0258 | -1,5210 | -0,0237 | -1,4113 | -0,0234 | -1,2855 | $\pm 2,0518$ |

Signifikan pada $\alpha = 5\%$ dan d.f = 27

Tabel 4
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap
Pengumuman *Stock Split*

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|---------|---------------|---------|-----------------|---------|--------------|
| | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | |
| t 0 | -0,0021 | -0,2475 | 0,0020 | 0,2972 | 0,0034 | 0,5443 | $\pm 2,0518$ |
| t 1 | 0,0142 | 1,1128 | 0,0173 | 1,4236 | 0,0213 | 1,7033 | $\pm 2,0518$ |
| t 2 | 0,0070 | 0,4102 | 0,0118 | 0,7182 | 0,0146 | 0,9094 | $\pm 2,0518$ |
| t 3 | 0,0047 | 0,2431 | 0,0091 | 0,4749 | 0,0178 | 0,9869 | $\pm 2,0518$ |
| t 4 | 0,0043 | 0,2252 | 0,0094 | 0,5191 | 0,0177 | 1,0225 | $\pm 2,0518$ |
| t 5 | -0,0215 | -1,2003 | -0,0143 | -0,8753 | -0,0057 | -0,3571 | $\pm 2,0518$ |

Signifikan pada $\alpha = 5\%$ dan d.f = 27

Pengujian efisiensi pasar modal Indonesia bentuk lemah terhadap pengumuman laba

Dari Tabel 7 dan 8 dapat dilihat bahwa selama periode pengamatan mulai dari (t=0) sampai (t+4) hasil t hitung dari *Abnormal Return* (AR) lebih besar dari -t tabel dan lebih kecil dari t tabel ($-t \text{ tabel} \leq t \text{ hit} \leq t \text{ tabel}$). Berdasarkan kriteria pengujian hipotesis maka H_0 diterima yang berarti bahwa pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk setengah kuat secara informasi.

Namun, jika menggunakan perhitungan CAR yang berarti mengasumsikan bahwa investor melakukan strategi *buy and hold*, terdapat reaksi yang signifikan pada pengumuman laba, tetapi reaksinya negatif.

Pengujian efisiensi Pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk setengah kuat pada pengumuman pembagian dividen

Berdasarkan Tabel 9 dan 10, dapat diketahui bahwa *abnormal return* selama hari

pengamatan untuk semua model pengukuran expected return adalah tidak signifikan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa pasar modal Indonesia dapat dikatakan tidak efisien dalam bentuk setengah kuat pada pengumuman *dividend*.

Pembahasan

Menurut teori yang ada (Jogiyanto : 2003), pasar modal Indonesia dikatakan dalam bentuk setengah kuat jika investor bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* akibat adanya informasi yang dipublikasikan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa selama lima hari setelah pengumuman, pasar tidak secara cepat merespon adanya informasi yang dipublikasikan kecuali pada pengumuman laba.

Pada peristiwa *stock split*, pasar tidak bereaksi signifikan setelah pengumuman *stock split* yang berarti bahwa kondisi pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk

Tabel 5
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap
Pengumuman *Reverse Split*

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|---------|---------------|---------|-----------------|---------|---------|
| | AAR | t-hit | AAR | t-hit | AAR | t-hit | |
| t 0 | -0,1024 | -1,4540 | 0,0405 | 1,0637 | 0,0225 | 0,7733 | ±2,101 |
| t 1 | -0,0617 | -1,3735 | 0,0176 | 0,7983 | 0,0241 | 1,1377 | ±2,101 |
| t 2 | 0,0464 | 0,7682 | -0,0331 | -0,6846 | 0,0047 | 0,1398 | ±2,101 |
| t 3 | -0,0471 | -1,1135 | 0,0244 | 0,6226 | 0,0143 | 0,4497 | ±2,101 |
| t 4 | -0,0098 | -0,1327 | -0,0405 | -0,9140 | -0,0158 | -0,5026 | ±2,101 |

Tabel 6
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap
Pengumuman *Reverse Split*

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|------------------------|---------------|--------|-----------------|--------|---------|
| | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | |
| t 0 | -0,1024 | -1,4540 | 0,0405 | 1,0637 | 0,0225 | 0,7733 | ±2,101 |
| t 1 | -0,1641 | -1,9779 | 0,0581 | 1,3704 | 0,0466 | 1,4125 | ±2,101 |
| t 2 | -0,1177 | -2,27908 ^{*)} | 0,0250 | 0,7300 | 0,0513 | 2,0006 | ±2,101 |
| t 3 | -0,1648 | -2,6956 ^{*)} | 0,0494 | 1,0687 | 0,0656 | 1,8985 | ±2,101 |
| t 4 | -0,1747 | -1,5884 | 0,0089 | 0,1768 | 0,0498 | 1,3021 | ±2,101 |

*) Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Tabel 7
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap
Pengumuman Pengumuman Laba

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|---------|---------------|---------|-----------------|---------|----------|
| | AAR | t-hit | AAR | t-hit | AAR | t-hit | |
| t 0 | -0.0049 | -1.2164 | -0.0078 | -1.7851 | -0.0067 | -1.7080 | ± 2.0154 |
| t 1 | -0.0042 | -1.4318 | -0.0061 | -1.7968 | -0.0046 | -1.5266 | ± 2.0154 |
| t 2 | -0.0034 | -1.1289 | -0.0053 | -1.8049 | -0.0046 | -1.5653 | ± 2.0154 |
| t 3 | 0.0056 | 1.8172 | 0.0042 | 1.1683 | 0.0057 | 1.7579 | ± 2.0154 |
| t 4 | -0.0053 | -1.7366 | -0.0054 | -1.3961 | -0.0049 | -1.5496 | ± 2.0154 |

Tabel 8
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap
Pengumuman Pengumuman Laba

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|-----------------------|---------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|----------|
| | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | |
| t 0 | -0.0049 | -1.2164 | -0.0078 | -1.7851 | -0.0067 | -1.7080 | ± 2.0154 |
| t 1 | -0.0091 | -1.7147 | -0.0139 | -2.2653 ^{*)} | -0.0112 | -2.1515 ^{*)} | ± 2.0154 |
| t 2 | -0.0125 | -2.0451 ^{*)} | -0.0192 | -2.9931 ^{*)} | -0.0158 | -2.7500 ^{*)} | ± 2.0154 |
| t 3 | -0.0069 | -1.0623 | -0.0150 | -2.1103 ^{*)} | -0.0101 | -1.6780 | ± 2.0154 |
| t 4 | -0.0122 | -1.6229 | -0.0205 | -2.3114 ^{*)} | -0.0150 | -2.1275 ^{*)} | ± 2.0154 |

*) Signifikan dengan $\alpha = 5\%$

setengah kuat terhadap pengumuman *stock split*. Ini menunjukkan bahwa pengumuman *stock split* tidak memberikan sinyal positif

bagi investor. *Stock split* tidak lebih sebagai pemanis yang sebenarnya tidak memberi nilai tambah bagi kekayaan investor dalam

jangka pendek.

Pada peristiwa *reverse split*, memberikan hasil pengujian bahwa pasar modal Indonesia efisien setengah kuat jika *expected return* yang dihitung dengan cara *market model* pada peristiwa pengumuman *reverse split* dan menghitung *expected return* dengan menggunakan *market model* adalah metode paling sesuai diantara kedua model yang lain. Model ini sama dengan yang digunakan Fama maupun Ball dan Brown.

Pengumuman laba merupakan pengumuman yang paling direaksi dari keempat jenis pengumuman. Respon yang signifikan pada hari publikasi laba menunjukkan bahwa pada hari tersebut investor sepenuhnya menyesuaikan dengan informasi publikasi laba. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman laba bermanfaat bagi investor karena laba yang sesungguhnya berbeda dengan laba ekspektasi (*Expected Earning*), sehingga pasar bereaksi terhadap adanya pengumuman laba. Beaver (1968) menyatakan bahwa perilaku harga dan

volume sekitar tanggal pengumuman mengindikasikan bahwa laba tahunan mengandung informasi yang relevan untuk penilaian perusahaan.

Jika dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiwin Ardianto, maka hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian tersebut yang menemukan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat untuk kasus publikasi laba. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Sesilia Dwiatmini dan Nurkholis yang menemukan bahwa rata-rata *abnormal return* yang terjadi pada periode peristiwa pengumuman laba tidak signifikan secara statistik yang berarti pasar modal Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat untuk kasus publikasi laba.

Untuk pengumuman dividen, ternyata tidak terbukti menimbulkan reaksi yang signifikan di pasar modal Indonesia pada kurun waktu penelitian. Agaknya hal ini mendukung teori kebijakan dividen yaitu *Dividend Irrelevance Theory* (F.Brigham dan Joel F.Houston 2006). Teori tersebut

Tabel 9
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap Pengumuman Pembagian Dividen

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|----------|---------------|----------|-----------------|----------|---------|
| | AAR | t-hit | AAR | t-hit | AAR | t-hit | |
| t 0 | 0.00216 | 0.65728 | -0.00134 | -0.28486 | 0.00002 | 0.0085 | ±2.0076 |
| t 1 | 0.00280 | 1.00426 | -0.00057 | -0.14385 | 0.00389 | 1.34670 | ±2.0076 |
| t 2 | -0.00257 | -0.71924 | -0.00643 | -1.39679 | -0.00225 | -0.59194 | ±2.0076 |
| t 3 | -0.00370 | -1.12498 | 0.00160 | 0.33055 | -0.00241 | -0.77971 | ±2.0076 |
| t 4 | -0.00115 | -0.49227 | 0.00187 | 0.42576 | -0.00069 | -0.3117 | ±2.0076 |

Tabel 10
Hasil Uji-t Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah terhadap Pengumuman Pembagian Dividen

| Hari ke | Market model | | Mean Adjusted | | Market adjusted | | t-tabel |
|---------|--------------|----------|---------------|---------|-----------------|---------|---------|
| | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | CAAR | t-hit | |
| t 0 | 0.00216 | 0.65728 | -0.00327 | -0.7403 | 0.0000 | 0.0085 | ±2.0076 |
| t 1 | 0.00496 | 1.08463 | 0.00191 | 0.3786 | 0.0039 | 0.8730 | ±2.0076 |
| t 2 | 0.00238 | 0.38619 | -0.00052 | -0.0755 | 0.0016 | 0.2568 | ±2.0076 |
| t 3 | -0.00132 | -0.18996 | -0.00519 | -0.6264 | -0.0007 | -0.1029 | ±2.0076 |
| t 4 | -0.00247 | -0.38919 | -0.00455 | -0.5877 | -0.0014 | -0.2175 | ±2.0076 |

menyatakan bahwa kebijakan dividen sebuah perusahaan tidak memiliki pengaruh pada nilai perusahaan maupun biaya modal. Teori ini juga mengikuti pendapat Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva-aktivasnya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan. Akan tetapi, penelitian ini menolak teori *Bird-in-the-hand theory* yang menyatakan bahwa nilai sebuah perusahaan akan dimaksimalkan dengan menetapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Dengan kata lain investor melihat besar kecilnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan, karena besar kecilnya dividen yang dibagikan merupakan suatu sinyal yang dapat meramalkan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Investor cenderung tidak menganggap bahwa pengumuman pembagian dividen merupakan suatu persinyalan atau kandungan informasi tentang peramalan laba perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini dapat dilihat dari tidak adanya respon yang cepat untuk menyerap *abnormal return* dari investor terhadap pengumuman dividen

Selain itu, Penelitian ini mendukung peneliti sebelumnya yaitu Ivan Christian K (2004) yang menunjukkan bahwa tidak ada reaksi yang signifikan dari investor atas pengumuman informasi dividen. Namun, hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh R. Andi Sularso (2003), Lani Siaputra dan Adwin Surja Atmadja (2006) dan Lisia Apriani (2005). Penelitian-penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pasar bereaksi secara cepat terhadap pengumuman dividen. Akan tetapi, pada penelitian-penelitian tersebut menggunakan tanggal *Ex-Dividend Date* dalam pengukuran *abnormal return*.

KESIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN DAN KETERBATASAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji Apakah pasar modal Indonesia efisien dalam

bentuk setengah kuat jika menggunakan *Expected Return* yang dihitung dengan 3 model (*Market Model*, *Mean Adjusted Model* maupun *Market Adjusted Model*) pada peristiwa pengumuman dividen. Kesimpulan hasil penelitian ini adalah :

Berdasarkan pengujian One sample t-test pada efisiensi pasar modal Indonesia dalam bentuk setengah kuat jika menggunakan *Expected Return* baik yang dihitung dengan *Mean Adjusted Model*, *market model* maupun *market adjusted model* maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia dapat dikatakan belum efisien dalam bentuk setengah kuat jika diuji pada pengumuman stock split, stock reverse dan pengumuman dividen.

Pasar Modal Indonesia dapat dikatakan efisien jika diuji pada pengumuman laba. Hal ini dapat pula diartikan bahwa hanya pengumuman laba yang direaksi oleh investor pasar modal selama kurun waktu penelitian

Dari hasil tersebut juga dapat dikatakan bahwa stock split, stock reverse maupun pengumuman dividen tidak dapat dianggap sebagai signal yang cukup berarti di pasar modal.

DAFTAR RUJUKAN

- Badan Pengawas Pasar Modal. 2003. Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. (<http://www.ksei.co.id>, diakses 03 Oktober 2008).
- Brigham, F. Eugene dan Joel F. Houston. 2006. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi kesepuluh, Salemba Empat : Jakarta.
- Dahlan Siamat. 2004. Manajemen Lembaga Keuangan. Edisi Keempat. Jakarta. Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Abdul Halim. 2005. *Analisis Investasi*. Salemba empat : Jakarta
- _____. 2007. *Manajemen Keuangan Bisnis*. Ghalia Indonesia : Malang.
- Jogiyanto Hartono. 2003. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga,

- BPFE-Yogyakarta.
 Indonesian Capital Market Directory.19
 Edition. 2008. ECFIN : Jakarta
- Indonesian Stock Exchange, *Cash Dividend*,
<http://www.idx.co.id>
- Ivan Christian K. 2004 “Reaksi Investor
 Atas Pengumuman Dividen Terhadap
 Abnormal Return Dan Volume
 Perdagangan Saham”. Tesis Magister
 Widyatama. Universitas Widyatama
- Kunz Roger M and Majhensek Sandro Rosa,
 2008, Stock Splits in Switzerland: To
 Signal or Not to Signal?, *Financial
 Management* • Summer 2008 • pages
 193 - 226
- Lani Siaputra & Adwin Surja Atmadja.
 ”Pengaruh Pengumuman Dividen
 Terhadap Perubahan Harga Saham
 Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend
 Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”.
*Jurnal Akuntansi & Keuangan, vol.8,
 No.1, Mei 2006.*
- Lisia Apriani “Reaksi Pasar terhadap
 Pengumuman Kenaikan /Penurunan
 dividen (Studi Empiris Perusahaan
 Utilitas Publik dalam Industri tidak
 diregulasi)”.*SNA 8 Solo, 15-16
 September 2005.*
- Mohamad Samsul. 2006. *Pasar Modal &
 Manajemen Portofolio.* Jakarta.
 Penerbit Erlangga.
- Dimson, Elroy and Mussavian, Massoud,
 1998, A brief history of market
 efficiency, *European Financial
 Management*, Volume 4, Number 1,
 March, pp 91-193
- R. Andi Sularso. ”Pengaruh Pengumuman
 Dividen terhadap Perubahan Harga
 Saham (Return) Sebelum dan Sesudah
 Ex-Dividend Date di Bursa Efek
 Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi &
 Keuangan, Vol.5, No.1, Mei 2003*
- Wiwin Ardianto. 2006. “Pengaruh
 Publikasi Laba Terhadap *Abnormal
 Return* pada Saham LQ.45 di Bursa
 Efek Jakarta”. Skripsi Sarjana tak
 diterbitkan, STIE Perbanas Surabaya.
- Arianto Efendi. 2007. Pengujian Efisiensi
 Lemah Pasar Modal Indonesia
 (<http://www.strategika.com>, diakses 19
 Oktober 2008)
- Sesilia Dwiatmini, dan Nurkholis. ” Analisis
 Reaksi Pasar Terhadap Informasi Laba
 : Kasus Praktik Perataan Laba Pada
 Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa
 Efek Jakarta”. *TEMA, Volume II,
 Nomor, Maret 2001.*
- Eduardus Tandelilin. 2001. *Analisis
 Investasi dan Manajemen Portofolio.*
 Yogyakarta. Penerbit PT. BPFE-
 UGM.
- Hadi, Mahdi M. 2006. Review of Capital
 Market Efficiency: Some Evidence
 from Jordanian Market, *International
 Research Journal of Finance and
 Economics*, Issue 3
- Samsul Mohamad. 2006. *Pasar Modal &
 Manajemen Portofolio.* Jakarta.
 Penerbit Erlangga.
- Schneider, Gerald and Troeger, Vera E,
 2006, War and World Economy, Stock
 Market Reaction to International
 Conflicts, *Journal of Conflict
 Resolution*, Vol 50 October pp. 623-
 645
- Standley, Darrol J, and Kinsman, Michael D.
 (2009) The Efficient Market
 Hypotheses, Price Multiples, and the
 German Stock Market, *International
 Business & Economics Research
 Journal*, Vol 8 Number 1 January
- Dwi Ratnawati dan Iga Dewi Kusumawati.
 2006, Aksi Reverse Split Sebagai
 Upaya Menjaga Kepercayaan Investor.
Majalah Ekonomi, Tahun XVII, No. 3
 Desember 2007: Falkutas Ekonomi
 Universitas Airlangga Surabaya
- Ernie Hendrawaty. 2007, Pengujian Efisiensi
 Pasar Modal Atas Peristiwa
 Pengumuman Stock Split Periode
 Tahun 2005-2006 di Bursa Efek
 Jakarta. *Jurnal Bisnis & Manajemen*,
 Volume 3 No.2 Januari 2007: Falkutas
 Ekonomi Universitas Lampung
- Indonesia Stock Market Directory (ISMD),
 Harga saham penutupan, Perpustakaan
 STIE Perbanas Surabaya
- Imam Ghozali, 2007. *Implikasi Analisis*

- Multivariate dengan Progrsm SPSS.*
Semarang Universitas Diponegoro
- Jensen Michael C. 1978. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, Nos. 2/3 (1978) 95-101.
- Jiang, Lihua. 2003, An Event Study of Reverse Split In Hongkong Market. *Working Paper*. Department of Economics and Finance, City University of Hongkong
- Martell, Tarrence. F an Gwendolyn P. Webb. 2005. The Performance of Stock that Are Reverse Split. *Working Paper*. Department of Economics and Finance, The City University of New York.
- UU No. 8/1995 Tentang Pasar Modal
www.ksei.co.id, diakses 5 Nopember 2008
www.finance.yahoo.com, diakses 20 Nopember 2008
www.bei.duniainvestasi.com, diakses 12 Desember 2008.
www.idx.co.id, diakses 1 April 2008.