

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR BENTUK SETENGAH KUAT TERHADAP PERISTIWA PENGUMUMAN DIVIDEN TUNAI MENURUN DI BEJ

N. Agus Sunarjanto

L. Adisastra

Fakultas Ekonomi UNIKA Widya Mandala Surabaya
Jl. Dinoyo 42 – 44 Surabaya

Abstract: *The Objective of this study was to examine the market efficiency of Jakarta Stock Exchange (JSX). Analyses of stock price and IHSG were gathered from 14 companies listed at JSX period 2004–2005 which shared lower dividend. Market model with t- test was used to test the hypothesis. The result of this study revealed that there was a significant abnormal return in t +1. It meant that lower cash dividend had information content which was shown by the quick responds of market, so the Jakarta Stock Exchange categorized it as half strength market*

Keywords : *abnormal return, event study, and efficient market*

Suatu pasar modal akan berperan secara optimal apabila dapat memenuhi dua syarat utama yaitu pasar harus efisien dan adanya perlindungan investor yang memadai sehingga sebagian besar dunia usaha dapat memanfaatkan pasar modal untuk memperoleh sumber pembiayaan dan salah satu media investasi yang menguntungkan dalam rangka pengembangan usaha. Kunci utama untuk mengetahui apakah suatu pasar efisien atau tidak adalah hubungan antara informasi dengan sekuritas tersebut. Dalam teori keuangan, efisiensi pasar merupakan salah satu tema sentral yang sering dibahas. Ada tiga bentuk efisiensi pasar, yaitu efisiensi pasar bentuk lemah, efisiensi pasar bentuk

setengah kuat, dan efisiensi pasar bentuk kuat. Bentuk efisiensi pasar yang diuji dalam penelitian ini adalah efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta dilakukan untuk melihat apakah pada saat terjadi pengumuman pembagian dividen tunai menurun, peristiwa tersebut masih memiliki kandungan informasi atau tidak.

Bagi investor peristiwa pembagian dividen tunai sangatlah penting artinya, karena pengumuman dividen tunai dianggap sebagai suatu sinyal positif, dengan melakukan pembagian dividen, manajer perusahaan ingin menyam-paikan bahwa perusahaan masih memiliki prospek di masa yang akan datang. Tapi bagaimana bila dividen yang dibagikan tersebut ternyata nilainya mengalami penurunan jika dibandingkan dengan nilai dividen yang dibagikan periode sebelumnya.

Korespondensi dengan Penulis:

N. Agus Sunarjanto: Telp. +62 31 567 8478

Fax. +62 31 561 0818 ext. 143

E-mail: n_agus_sunarjanto@yahoo.com

EFISIENSI PASAR MODAL

Pengujian tentang dividen selama ini, lebih banyak untuk mengetahui apakah ada kandungan informasi dalam harga suatu sekuritas ketika terjadi suatu peristiwa tertentu. Sujoko (1999) dalam Setiawan dan Jogiyanto (2003) menemukan bahwa ada kandungan informasi dalam peristiwa pengumuman dividen. Apabila pengumuman dividen tersebut menurun (meningkat) berarti manajer perusahaan memiliki keyakinan bahwa laba akan mengalami penurunan (peningkatan). Investor sebagai pihak yang memiliki informasi, akan menggunakan informasi pengumuman dividen tersebut untuk mengeliminasi asimetri informasi. Apabila pengumuman dividen tersebut merupakan kabar buruk (baik), yaitu; pengumuman dividen menurun (meningkat), maka investor akan bereaksi negatif (positif). Jadi, dividen memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Penelitian tentang kandungan informasi dividen menghasilkan bukti yang tidak konsisten. Gonedes (1978) dalam Setiawan dan Jogiyanto (2003) melakukan pengujian terhadap dividen, laba, dan *extraordinary item*, yang berasal dari 258 perusahaan, selama periode April 1952 sampai dengan Maret 1972. Hasilnya menunjukkan pengumuman dividen tidak memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor. Penelitian Petit (1972) dalam Setiawan dan Jogiyanto (2003) bertentangan dengan Gonedes (1978), Petit (1972) mendukung teori kandungan informasi yang ada dalam pengumuman dividen. Petit (1972) meneliti sampel yang terdiri dari 625 perusahaan yang berasal dari periode Januari 1964 sampai Juni 1968.

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen di Indonesia menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bentuk efisiensi pasar modal Indonesia pada saat sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembagian dividen tunai menurun pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Miller (1999) dan beberapa ahli keuangan perusahaan dengan tegas mengatakan bahwa salah satu temuan penting dalam sejarah perkembangan teori keuangan adalah teori pasar efisien dan dari sekian banyak teori keuangan, teori pasar efisien adalah yang paling banyak mendapat perhatian dan diuji secara empiris di hampir semua pasar modal di dunia.

Menurut Tandelilin (2001) efisiensi dalam konteks investasi juga bisa diartikan dalam kalimat "tidak seorang investor pun bisa mengambil untung dari pasar" atau diistilahkan sebagai "*no one can beat the market*". Artinya jika pasar efisien dan semua informasi bisa diakses secara mudah dan dengan biaya yang murah oleh semua pihak di pasar, maka harga yang terbentuk adalah harga keseimbangan, sehingga tidak seorang investor pun bisa memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi yang dimilikinya.

Jogiyanto (2003) bentuk pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Sedang pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan. (*decisionally efficient market*).

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Fama (1970) dalam Jogiyanto (2003) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi

privat sebagai berikut: 1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*); 2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*); 3) Efisiensi dalam bentuk kuat (*Strong form*)

Sunarto dan Kartika (2003) menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan, yang ditahan perusahaan sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Cadangan yang diambil dari EAT dilakukan sampai cadangan mencapai minimum dua puluh persen dari modal yang ditempatkan. Modal yang ditempatkan adalah modal yang disetor penuh ditambah dengan modal yang belum disetor sehubungan dengan penerbitan saham baru seperti *rights* dan *warrant*. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). (Sunarto dan Kartika, 2003)

Menurut Brigham dan Houston (2001) Ketika perusahaan memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, manajer keuangan harus mengingat bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Sehingga, rasio pembayaran yang ditargetkan (*target payout ratio*) yang didefinisikan sebagai persentase dari laba bersih yang harus dibayarkan sebagai dividen tunai-sebagian besar harus didasarkan pada preferensi investor atas dividen lawan keuntungan modal: apakah investor lebih suka (1) perusahaan membagikan laba sebagai dividen tunai atau (2) perusahaan membeli kembali saham atau menggunakan kembali laba itu dalam operasi perusahaan, yang keduanya akan menghasilkan keuntungan modal? Jadi, setiap perubahan dalam kebijakan pembagian akan mempunyai pengaruh yang saling bertentangan. Dengan demikian, kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham.

EVENT STUDY

Menurut Jogiyanto (2003) studi peristiwa menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return normal* merupakan *return ekspektasi* (*return* yang diharapkan investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi.

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan:

$RTN_{i,t}$ = *Return* tidak normal 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 sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Ada 3 model yang dapat digunakan dalam melakukan penelitian ini, yaitu:

Mean-adjusted Model

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*).

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum R_{i,j}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

$\sum R_{i,j}$ = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2

Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode

Tabel 1. Actual Return Perusahaan Yang Mengumumkan Pembagian Dividen Tunai Menurun Selama Periode Jendela

Shortname	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
AKRA	0.0000	0.0169	-0.0083	0.0084	0.0583	-0.0079	0.0000
BBCA	-0.0137	0.0069	-0.0207	0.0000	0.0000	0.0141	0.0139
BFIN	-0.0500	0.0105	0.0417	-0.0500	0.1368	-0.0278	-0.0762
DYNA	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FISH	0.0000	0.0000	0.0204	-0.0200	0.0204	-0.0200	0.0204
INCO	-0.0280	-0.0432	0.0226	0.0441	0.0035	-0.0035	0.0176
INDF	0.0000	-0.0085	-0.0427	-0.0179	-0.0364	0.0377	0.0091
PUDP	-0.1563	0.1111	0.0333	-0.0645	0.1724	0.0000	-0.1471
RALS	-0.0122	0.0000	0.0123	0.0000	0.0122	0.0120	0.0476
RIGS	0.0000	0.0000	0.0111	0.0220	-0.0108	0.0000	0.0109
SHDA	0.0000	0.0405	0.0909	0.0476	0.0114	-0.0449	-0.0118
TBLA	-0.0222	0.0227	-0.0222	0.0455	0.0000	0.0217	0.0000
TLKM	-0.0100	0.0051	-0.0151	0.0204	0.0100	-0.0099	0.0500
TRST	0.0000	0.0556	-0.0263	0.0000	0.0000	0.0000	0.0270

Sumber: data diolah

Nilai *expected return* $E(R_i)$ untuk masing-masing perusahaan selama periode jendela adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Expected Return Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Tunai Menurun Selama Periode Jendela

Shortname	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
AKRA	0.0026	0.0009	0.0001	0.0019	0.0021	-0.0005	-0.0012
BBCA	0.0036	-0.0007	-0.0140	0.0086	0.0001	-0.0033	0.0170
BFIN	-0.0158	-0.0067	-0.0098	0.0035	0.0003	-0.0067	0.0019
DYNA	-0.0035	-0.0079	-0.0005	-0.0033	-0.0044	0.0023	-0.0030
FISH	0.0013	-0.0011	0.0136	0.0019	-0.0033	-0.0073	-0.0046
INCO	-0.0117	-0.0004	0.0091	0.0090	0.0044	0.0003	0.0051
INDF	0.0047	-0.0014	-0.0202	0.0118	-0.0003	-0.0051	0.0236
PUDP	-0.0255	-0.0010	0.0025	-0.0133	0.0172	-0.0039	-0.0285
RALS	0.0038	0.0099	0.0036	-0.0087	0.0008	0.0017	-0.0011
RIGS	0.0044	0.0103	0.0052	0.0118	0.0049	-0.0085	0.0019
SHDA	0.0064	0.0082	0.0025	0.0263	-0.0041	0.0094	0.0020
TBLA	-0.0029	-0.0185	0.0079	-0.0021	-0.006	0.0176	-0.0011
TLKM	-0.0001	-0.0016	-0.0067	0.0019	-0.0014	-0.0026	0.0051
TRST	0.0048	0.0064	0.0013	0.0223	-0.0045	0.0074	0.0009

Pergerakan *expected return* pada saat hari pengumuman pembagian dividen tunai menurun dan tiga hari setelahnya, ternyata tidak sesuai dengan apa yang diterima oleh investor. Jika melihat pergerakan rata-rata *actual return* yang diterima oleh investor, pada saat t_0 nilai rata-rata *actual return* masih sesuai dengan rata-rata nilai *expected return* walaupun pada grafik rata-rata *actual return* terjadi penurunan dibandingkan hari sebelumnya, sedangkan pada grafik rata-rata *expected return* terjadi sebaliknya dimana pada saat

Pada grafik rata-rata *actual return* investor menerima *actual return* yang sangat besar, tetapi ekspektasi *return* yang diharapkan oleh investor pada saat itu jauh lebih rendah dari apa yang terjadi. Sedangkan pada saat $t+2$ dan $t+3$ apa yang terjadi juga tidak sesuai dengan yang diharapkan oleh investor. Nilai rata-rata ekspektasi yang diperkirakan bernilai positif oleh investor, ternyata malah bernilai negatif pada kenyataannya.

Besarnya abnormal return selama periode jendela (*event period*) disajikan pada Tabel 3.

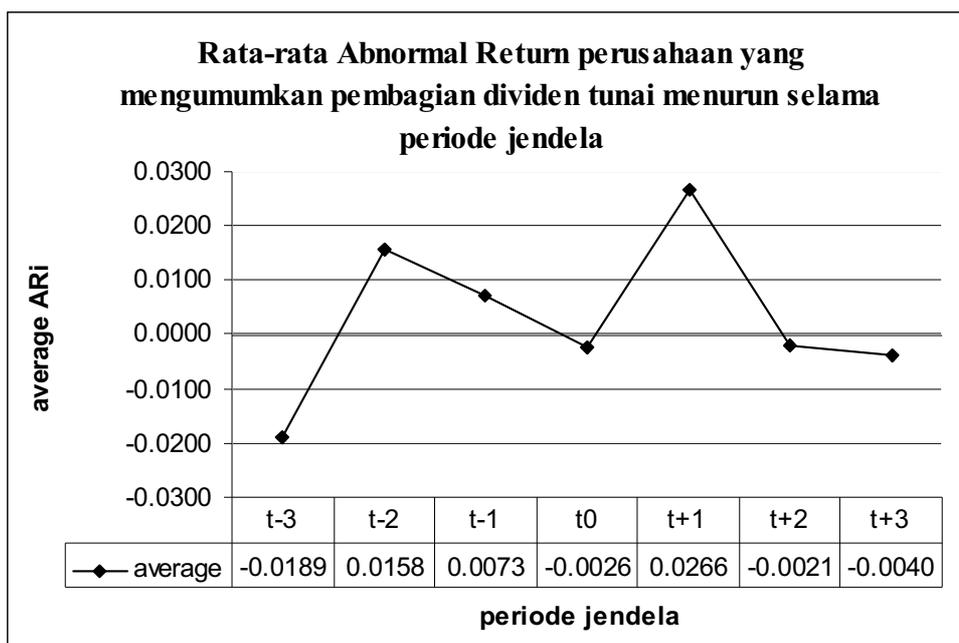
Tabel 3. Abnormal Return Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Tunai Menurun Selama Periode Jendela

Shortname	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	T+3
AKRA	-0.0026	0.0160	-0.0084	0.0065	0.0562	-0.0074	0.0012
BBCA	-0.0173	0.0076	-0.0067	-0.0086	-0.0001	0.0174	-0.0031
BFIN	-0.0342	0.0172	0.0515	-0.0535	0.1365	-0.0211	-0.0781
DYNA	0.0035	0.0079	0.0005	0.0033	0.0044	-0.0023	0.0030
FISH	-0.0013	0.0011	0.0068	-0.0219	0.0237	-0.0127	0.0250
INCO	-0.0163	-0.0428	0.0135	0.0351	-0.0009	-0.0038	0.0125
INDF	-0.0047	-0.0071	-0.0225	-0.0297	-0.0361	0.0428	-0.0145
PUDP	-0.1308	0.1121	0.0308	-0.0512	0.1552	0.0039	-0.1186
RALS	-0.0160	-0.0099	0.0087	0.0087	0.0114	0.0103	0.0487
RIGS	-0.0044	-0.0103	0.0059	0.0102	-0.0157	0.0085	0.0090
SHDA	-0.0064	0.0323	0.0884	0.0213	0.0155	-0.0543	-0.0138
TBLA	-0.0193	0.0412	-0.0301	0.0476	0.0060	0.0041	0.0011
TLKM	-0.0099	0.0067	-0.0084	0.0185	0.0114	-0.0073	0.0449
TRST	-0.0048	0.0492	-0.0276	-0.0223	0.0045	-0.0074	0.0261

Sumber: data diolah

t_0 merupakan rata-rata *expected return* yang paling tinggi dibandingkan hari-hari lainnya dalam periode jendela. Pada saat $t+1$ terjadi perbedaan yang sangat besar antara rata-rata *actual return* yang diterima oleh investor dengan rata-rata ekspektasi *return* yang diharapkan oleh investor.

Dari hasil perhitungan Tabel 3 maka dilihat rata-rata *abnormal return* untuk perusahaan yang mengumumkan pembagian dividen menurun selama periode jendela dengan menggunakan tampilan grafik seperti berikut ini:



Grafik 1. Rata-rata *Abnormal Return* Perusahaan yang Mengumumkan Pembagian Dividen Tunai Menurun Selama Periode Jendela.

Nilai rata-rata *abnormal return* selama periode jendela dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4. Perhitungan Uji t Selama Periode Jendela

Hari ke-j	Average RTN	t-hitung
t-3	-0,0189	-1,9749
t-2	0,0158	1,5052
t-1	0,0073	0,20392
t0	-0,0026	0,53719
t+1	0,0266	3,11121*
t+2	-0,0021	-0,1042
t+3	-0,004	1,25248

Keterangan:
*signifikansi 5%

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil uji t (Tabel 4.), maka pasar hanya bereaksi secara signifikan pada saat t+1 dengan t-hitung sebesar 3,11121. Pada prosedur pengujian hipotesis yang telah dikemukakan

sebelumnya bahwa H_0 diterima jika t -tabel $d > t$ -hitung $d > t$ -tabel, dan hipotesis alternatif (H_1) diterima jika t -hitung $> t$ -tabel atau t -hitung $< t$ -tabel, dan rumusan pengujian hipotesis dijabarkan sebagai berikut:

$H_0 : \mu = 0$ (tidak terdapat pengaruh pengumuman dividen menurun terhadap *abnormal return* pada saat terjadi peristiwa pengumuman pembagian dividen tunai menurun).

$H_1 : \mu \neq 0$ (terdapat pengaruh pengumuman dividen menurun terhadap *abnormal return* pada saat terjadi peristiwa pengumuman pembagian dividen tunai menurun).

Maka pada saat terjadi pengumuman dividen tunai menurun hipotesa alternatif (H_1) diterima karena dengan df sebesar 13 dan dengan tingkat signifikansi 5% diperoleh t -tabel sebesar 2,160, sedangkan pada saat t+1 t-hitung sebesar 3,11121. Maka t -hitung $> t$ -tabel yaitu $3,11121 > 2,160$ sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat *abnormal return* pada saat t+1 memenuhi tingkat signifikansi 5%.

PEMBAHASAN

Berdasarkan t-hitung yang didapatkan dari hasil pengujian maka dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi secara signifikan pada saat t+1. Hal ini terjadi karena pada tingkat signifikansi 5% dengan t-tabel sebesar 2,160, hipotesa alternatif (H_1) diterima karena t-hitung > t-tabel yaitu 3,1121 > 2,160. Pasar bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman pembagian dividen menurun pada saat t+1 yaitu satu hari setelah hari pengumuman dengan t-hitung 3,1121. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sularso (2003). Sedangkan pada hari-hari lainnya selama periode jendela rata-rata *abnormal return* tidak signifikan secara statistik. Pada saat t+1 pasar bereaksi positif terhadap informasi yang ada sehingga menghasilkan *abnormal return* positif sebesar 0,0266. Maka dapat disimpulkan bahwa pengumuman pembagian dividen tunai menurun yang dilakukan oleh perusahaan masih memiliki kandungan informasi bagi para investor.

Reaksi pasar yang efisien untuk peristiwa pengumuman dividen akan terjadi dengan cepat, yaitu satu hari setelah hari pengumuman (t+1). Pada kasus ini rata-rata *abnormal return* yang signifikan terjadi ada saat t+1. Setelah hari itu tidak ada lagi *abnormal return* yang terjadi secara signifikan. Begitu juga dengan hari-hari sebelum hari pengumuman, *abnormal return* yang terjadi ternyata tidak signifikan secara statistik walaupun pada saat t-2 dan t-1 rata-rata *abnormal return* berada dalam posisi positif, tetapi nilai t-hitungnya lebih kecil dari nilai t-tabel pada tingkat signifikansi 5% sebesar 2,160. Reaksi pasar sebelum hari pengumuman yang ditandai dengan nilai rata-rata *abnormal return* yang tidak signifikan dapat diartikan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi yang terjadi sebelum pengumuman tersebut dipublikasikan. Sedangkan reaksi pasar setelah hari pengumuman dapat memberikan keuntungan jangka pendek kepada investor karena pada saat

t+1 investor berhasil mendapatkan *abnormal return* yang cukup tinggi dan signifikan secara statistik. Tetapi investor tidak dapat mendapatkan keuntungan jangka panjang karena tidak ada reaksi susulan setelah t+1. Ini terbukti karena setelah t+1 tidak ada rata-rata *abnormal return* yang signifikan secara statistik, menandakan investor tidak dapat memaksimalkan informasi yang ada untuk mendapatkan keuntungan yang berkepanjangan.

Jika kejadian turunnya rata-rata *abnormal return* setelah t+1 dilihat dari sisi *signaling theory*, maka dapat disimpulkan bahwa setelah mengetahui jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan ternyata menurun jika dibandingkan dengan periode sebelumnya, investor mulai tidak memanfaatkan informasi yang ada. Hal ini disebabkan karena investor menggunakan *signaling theory* sebagai dasar acuannya ketika melakukan investasi di pasar modal. Menurut *Signaling theory* yang mengatakan bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah kenaikan normal, biasanya diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan akan mengalami masa sulit di masa yang akan datang. Jika berdasarkan akan teori ini maka tentu saja investor akan merasa takut untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen menurun karena adanya sinyal negatif akan prospek perusahaan kedepannya.

Pengujian ini juga merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi. Setelah melihat apakah ada kandungan informasi yang terdapat dari peristiwa pengumuman dividen tersebut dan telah digunakan dengan baik oleh investor, yang ditandai dengan adanya *abnormal return* yang diterima oleh investor. Maka langkah selanjutnya ialah menguji apakah pasar merupakan pasar yang efisien. Pengujian yang digunakan dalam penelitian ini merupakan bentuk pengujian pasar efisiensi bentuk

setengah kuat secara informasi. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah harga dari sekuritas telah mencerminkan informasi yang telah dipublikasikan ke publik di sekitar hari pengumuman atau dalam periode jendela. Pada peristiwa pengumuman dividen menurun ini dapat dilihat pengaruh dari adanya informasi pengumuman dividen yang ditandai dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada tingkat signifikansi 5% pada saat $t+1$. Dari pengujian terhadap *abnormal return*, dapat dikatakan bahwa terdapat pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* terutama pada saat $t+1$, sehingga dapat dikatakan bahwa pasar modal berada dalam keadaan yang efisien karena harga sekuritas sudah mencerminkan informasi yang ada.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bentuk pasar modal Indonesia pada saat sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pembagian dividen tunai. Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa, terdapat *abnormal return* dalam periode jendela yang signifikan pada saat $t+1$, sehingga terdapat pengaruh antara peristiwa pengumuman dividen tunai menurun terhadap *abnormal return*.

Peristiwa pengumuman dividen tunai menurun memiliki kandungan informasi yang ditandai dengan adanya nilai rata-rata *abnormal return* yang memenuhi tingkat signifikansi 5% pada saat $t+1$. Pasar modal Indonesia sudah efisien setengah kuat secara informasi yang ditandai dengan adanya informasi dalam peristiwa pengumuman dividen tunai menurun dan pasar bereaksi cepat terhadap informasi, sehingga harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan.

Saran

Penelitian ini mempunyai beberapa kelemahan diantara lain menggunakan sampel penelitian yang kurang, sehingga tidak dapat menggambarkan keadaan populasi secara menyeluruh. Sebaiknya pada penelitian selanjutnya jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian lebih ditingkatkan. Dengan menggunakan jumlah sampel yang semakin besar sehingga mendekati jumlah populasi yang ada akan semakin meningkatkan gambaran mengenai keadaan populasi tersebut. Selain itu untuk penelitian berikutnya sebaiknya jumlah periode estimasi semakin diperpanjang sehingga dapat memberikan hasil beta yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Ary G, Tatang, dan Elok, S U. 2002. Bentuk Efisiensi dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Vol.4, No.1, Mei, hal. 54-68.
- Brigham, E.F, dan Houston, J.F. 2001. Manajemen Keuangan. Jakarta. Erlangga.
- Chairunnisah, dan Sautma, R B. 2000. Analisis Tingkat Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Surabaya, *Ventura*, Vol 3. No. 1, Juni, hal. 48-59.
- Hakim, L. 2004. Analisa Efisiensi Pasar Modal dan Bukti-Bukti Empiris. *Jurnal Ekonomi*, Vol 8, No. 1, Januari, hal. 63-73.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta. BPFE Yogyakarta.
- _____. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta. BPFE Yogyakarta.
- Miller, M (1999). The History of Finance. *Journal of Portfolio Management*, Vol 25, No.4, Hal. 95-101.

