

PERILAKU REAKSI HARGA DAN VOLUME
PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP
PENGUMUMAN DIVIDEN

Proposal Tesis

Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan
Guna Mencapai Derajat Sarjana Strata-2
Program Studi Akuntansi
Jurusan Ilmu-ilmu Sosial



Diajukan oleh:
B a n d i
8763/IV-3/630/97

Kepada

PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS GADJAH MADA
YOGYAKARTA
1998

PERILAKU REAKSI HARGA DAN VOLUME
PERDAGANGAN SAHAM TERHADAP PENGUMUMAN
DIVIDEN

Proposal Tesis

Diajukan oleh:

B a n d I

8763/IV-3/630/97

telah disetujui oleh:

Dosen Pembimbing,



Dr. Jogiyanto H.M., MBA., Akt.

REAKSI YANG BERBEDA ANTARA HARGA DAN VOLUME TERHADAP PENGUMUMAN DIVIDEN

PENDAHULUAN

Tujuan studi ini adalah untuk menambah pemahaman tentang pengaruh dividen terhadap reaksi investor. Pengumuman pembayaran dividen mungkin merupakan sumber informasi dan menyebabkan reaksi pasar kuat dan positif (Asquith dan Mullins, 1983: 95). Kebijakan dividen memiliki banyak aspek daya tarik seperti mekanisme transmisi informasi. Kandungan informasi atas dividen menghipotesiskan bahwa para manajer menggunakan pengumuman dividen tunai untuk memberi signal perubahan dalam pengharapannya tentang prospek perusahaan yang akan datang. Selama keputusan tentang dividen hanya merupakan sekitar pilihan manajemen, pengumuman perubahan dividen akan memberikan signal informasi yang kurang ambisius daripada angka *earnings* (Aharony dan Swary, 1980: 1).

Kane et.al (1984) menunjukkan adanya bukti yang mendukung tentang adanya hubungan yang tetap (*corroborative*) antara pengumuman dividen dan *earnings*. Kesulitan utama dalam menilai kebohongan kandungan informasi dividen dalam kenyataannya pengumuman dividen dan *earnings* kadang-kadang disinkronisasikan (Aharony dan Swary, 1980). Para investor memberikan keyakinan yang lebih untuk menurunkan atau menaikkan dividen yang tak terantisipasi ketika *earning* di atas atau di bawah pengharapan, dan sebaliknya. Interaksi atau

pengaruh yang tetap antara pengumuman dividen dan *earning* benar-benar diinterpretasikan di antara keduanya.

Studi tentang pasar modal, bisa dilakukan dengan melihat reaksi pasar atas peristiwa tertentu (*event study*), misalnya pengumuman *earnings*. Pasar menunjukkan penentuan harga sekuritas dengan menggunakan *earning* yang dilaporkan perusahaan atau *earning* yang disusun dengan metode alternatif, yang dimiliki pasar (Deakin, 1976: 590). Reaksi pasar atas informasi akuntansi dapat diuji dengan reaksi harga saham dan volume perdagangan saham, yang dihubungkan dengan karakteristik pengumuman, kepercayaan investor pada waktu pengumuman (Kim dan Verrecchia, 1991: 302).

Lebih dari dua dekade riset empiris telah mencatat reaksi harga dan volume yang sama. Beaver (1968) menemukan bahwa pengumuman *earnings* menghasilkan perubahan harga abnormal maupun volume perdagangan abnormal yang tinggi. Kebanyakan riset tentang reaksi harga dan volume sekarang ini telah memformulasikan intuisi Beaver (1968), bahwa perubahan harga merefleksikan perubahan keyakinan rata-rata pasar secara agregat, sedangkan volume perdagangan merupakan jumlah perdagangan semua investor individual (Kim dan Verrecchia 1991a). Riset-riset berikutnya telah menunjukkan bahwa besarnya reaksi harga maupun volume meningkat terhadap *unexpected earnings*, dan menurun terhadap besarnya perusahaan, (misalnya: Morse 1981; Bamber 1987; Holthausen

dan Verrecchia 1990; Cready dan Mynatt 1991). Pemusatan perhatian pada kesamaan antara reaksi harga dan volume, cenderung menyebabkan para peneliti memandang harga dan volume sebagai ukuran yang substitusi tentang "reaksi pasar". Dengan demikian mungkin bahwa kebanyakan pengumuman *earnings* akan menghasilkan volume perdagangan yang besar tetapi perubahan harga kecil, dan sebaliknya (Bamber dan Cheon, 1995).

Riset sebelumnya menunjukkan bahwa pengumuman *earning* yang menghasilkan reaksi volume perdagangan yang berbeda dengan reaksi harga (Beaver 1968; Lev dan Ohlson 1982; Dontoh dan Ronen 1993; Cready dan Mynatt 1991; Bamber dan Cheon 1995). Reaksi harga dan volume yang berbeda ini perlu diuji dengan *event* yang berbeda, apakah perilaku demikian masih konsisten. Atas dasar pertanyaan tersebut riset ini akan menguji reaksi harga yang berbeda dengan reaksi volume perdagangan, dengan *event* pengumuman dividen.

PERUMUSAN MASALAH

Atas dasar permasalahan yang ada pada hasil riset terdahulu, masalah dalam penelitian adalah belum adanya (sepanjang pengamatan peneliti) riset tentang reaksi harga dan volume perdagangan saham atas pengumuman dividen. Riset tentang perbedaan antara reaksi harga dan volume perdagangan saham hanya atas pengumuman laba (Bamber dan Cheon, 1995).

Oleh karena itu pertanyaan riset dapat dirumuskan sebagai berikut: "Apakah reaksi harga yang berbeda dengan reaksi volume perdagangan dengan event pengumuman laba itu, masih konsisten jika dihubungkan dengan pengumuman dividen.

TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham dan volume perdagangan saham. Riset ini didasarkan atas perbedaan reaksi harga saham dan volume perdagangan saham yang berbeda terhadap pengumuman *earnings* yang ditemukan oleh Bamber dan Cheon (1995), apakah temuan demikian masih konsisten jika dihubungkan dengan pengumuman dividen. Riset ini akan membuktikan secara empiris dari permasalahan dan temuan sebelumnya yaitu tentang reaksi harga dan volume perdagangan saham, dengan menghubungkannya dengan pengumuman dividen.

TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Tinjauan literatur

Pasar efisien (Jones, 1996) adalah suatu pasar yang harga sekuritasnya dengan cepat dan penuh merefleksikan seluruh informasi tentang asset. Konsep ini mendalilkan bahwa investor akan mengasimilasikan informasi yang relevan ke dalam harga dalam membuat keputusan menjual atau membeli saham. Di sisi lain dalam melihat reaksi pasar, suatu studi

juga bisa melihat melalui reaksi volume perdagangan selain reaksi harga (Kim dan Verrecchia, 1991; Barron, 1995; Atiase dan Bamber, 1994).

Bamber dan Cheon (1995) menyimpulkan reaksi pasar sekitar pengumuman *earning* kwartalan menghasilkan: (1) Perubahan volume perdagangan sangat tinggi tetapi perubahan harga kecil, (2) perubahan harga besar tetapi perubahan volume kecil. Oleh karena harga merefleksikan pengharapan banyak investor, harga bisa mengimplikasikan suatu ramalan *earnings* yang sangat efisien untuk beberapa minggu sebelum pengumuman, dan apabila benar demikian pengujian harga mungkin kurang sensitif dibanding pengujian volume untuk pengumuman *earning* (Beaver, 1968: 70).

Volume perdagangan berubah sekitar pengumuman *earning* karena revisi kepercayaan berbeda di antara investor. Perbedaan penting antara pengujian harga dan volume adalah bahwa harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai keseluruhan, sedangkan volume merefleksikan pengharapan individual investor (Barron, 1995). Kadang-kadang volume yang tinggi dapat diakibatkan oleh reaksi yang bermacam-macam atas informasi, tetapi juga tidak mesti merefleksikan ketidak-setujuan antar investor, dan dapat juga merefleksikan konsensus antara pedagang dengan konsensus-konsensus sebelumnya (Karpoff, 1986).

Hanafafi (1996) menguji reaksi pasar dengan melihat TVA (*Total Volume Activity*) atau volume perdagangan dan SRV (*Security Return Variability*) atau harga. Dia menyimpulkan bahwa TVA nampaknya merupakan indikator yang lebih baik untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu *event* dibanding dengan SRV, karena dari pengamatannya terhadap *abnormal return* menunjukkan adanya antisipasi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan.

Hipotesis

Secara menyeluruh penelitian ini bertujuan untuk menguji reaksi harga dan volume yang dihubungkan dengan pengumuman dividen. Penelitian ini secara umum menduga bahwa pengumuman dividen akan menyebabkan reaksi pasar, dengan melihat reaksi harga maupun reaksi volume perdagangan.

Penelitian sebelumnya (Beaver, 1968; Kim, 1987; Kim dan Verrecchia, 1991a; Bamber dan Cheon, 1995; Hanafafi, 1996) telah menggunakan harga dan volume perdagangan dalam melihat reaksi pasar yang menghubungkannya dengan pengumuman *earnings*. Penelitian ini akan menggunakan pengumuman dividen dalam melihat reaksi pasar, baik reaksi harga maupun reaksi volume perdagangan.

Riset analitis sebelumnya (Karpoff, 1986; Ajinkya et al., 1991; Atiase dan Bamber, 1994) menyarankan bahwa volume perdagangan merupakan suatu fungsi peningkatan dari tingkat

penjelasan yang berbeda sebelumnya. Pengumuman earning yang menghasilkan reaksi volume perdagangan tinggi relatif daripada reaksi harga (Bamber dan Cheon, 1995). Penelitian ini akan menempatkan hipotesis nol:

- (1) reaksi harga dan volume adalah independen;
- (2) reaksi harga dan volume berhubungan erat.

METODOLOGI PENELITIAN

Desain Sampel dan Pengumpulan Data

Penelitian ini akan menguji reaksi pasar atas dividen untuk periode 1996, meliputi pengumuman selama tahun fiskal 1996. Observasi sampel dibatasi dengan empat kriteria pemilihan:

1. Tanggal pengumuman dividen, apabila lebih dari satu kali pengumuman dividen dalam satu tahun fiskal, yang digunakan dalam penelitian menggunakan prioritas: dividen final (dari tahun laporan 31 Desember 1995), dividen kas, dividen interim, dividen saham.
2. Data return, eksess return, dan volume perdagangan untuk satu hari sebelum sampai dengan lima hari setelah pengumuman dividen, dari BEJ.
3. Data ramalan analis.
4. Perusahaan yang memiliki tahun fiskal yang berakhir 31 Desember.

Metrik Volume

Dua ukuran volume perdagangan yang berbeda akan diterapkan. **Pertama** ukuran pengurangan dari persentasi harian saham yang diperdagangkan perusahaan *i* terhadap persentase saham yang diperdagangkan di BEJ. Total saham yang diperdagangkan harian pada BEJ diperoleh dari laporan perdagangan BEJ dibagi dengan total saham yang beredar di BEJ, untuk menghasilkan persentase saham BEJ yang diperdagangkan. Hasil volume perdagangan yang disesuaikan dengan pasar (*market-adjusted*) untuk tiap perusahaan dikumulasikan dua periode pengujian yang berbeda:

1. periode dua hari-dari hari -1 sampai hari 0 berhubungan dengan pengumuman dividen.
2. periode tujuh hari-dari hari -1 sampai hari +5

Metrik untuk periode 2 hari diberi notasi VOL2MKT, dan periode 7 hari diberi notasi VOL7MKT.

Kedua metrik untuk mengontrol perbedaan kross-seksional dalam perdagangan perusahaan khusus periode pengumuman rata-rata, dengan cara membagi persentase saham yang diperdagangkan periode pengumuman perusahaan *i* dengan volume periode perusahaan-perusahaan non-pengumuman. Lebih khusus, penelitian ini akan membagi persentasi saham yang diperdagangkan perusahaan *i* dalam periode pengumuman dua (tujuh) hari dengan median volume perdagangan saham perusahaan yang khusus dengan periode non-pengumuman (yakni

median dari: persentase saham perusahaan yang diperdagangkan, dikumulasikan yang lebih berdekatan dua (tujuh) hari periode non-pengumuman dalam interval selama tahun pengumuman dividen). Metrik ini dapat diinterpretasikan sebagai rasio volume perdagangan periode pengumuman berhubungan dengan median volume perdagangan perusahaan non pengumuman, dan diberi notasi VOL2PCT dan VOL7PCT secara berurutan.

Metrik Harga

Penelitian ini akan menerapkan dua set metrik return yang dibangun seperti dua set metrik volume perdagangan. *Return* yang disesuaikan dengan pasar (*market-adjusted*) yang didasarkan pada *return* ekspos beta pasar (dalam Bamber dan Cheon, 1995; adalah CRSP) yang mengurangi retribusi perusahaan *i* pada return komtemporer pada portofolio beta ekuivalen (*matched-beta*). Penelitian ini akan mengkumulasikan *return* ekspos melalui *window* dua (tujuh). Oleh karena penelitian ini tertarik pada besarnya (*magnitude*) dan bukan arah (*direction*) dari reaksi, maka penelitian ini menggunakan nilai absolut dari ekspos return kumulatif dua (tujuh) hari. Metrik ini diberi notasi RET2MKT dan RET7MKT.

Set kedua metrik *return* absolut sama dengan konstruksi set kedua metrik volume perdagangan dengan mengontrol perbedaan kross-seksional dalam return absolut rata-rata khusus perusahaan non pengumuman. Penelitian ini menggunakan

nilai absolut return kumulatif dua (tujuh) hari periode pengumuman dibagi dengan median dari dua (tujuh) hari return absolut periode non pengumuman. Pembagiannya adalah median dari: nilai absolut return periode dua (tujuh) hari periode non-pengumuman yang dikumulasikan, dikumulasikan yang lebih berdekatan dua (tujuh) hari periode non-pengumuman dalam interval selama tahun pengumuman dividen. Metrik ini dinotasikan dengan RET2PCT dan RET7PCT, yang dapat diinterpretasikan sebagai rasio *return* absolut dalam periode pengumuman, berhubungan dengan median *return* absolut periode non pengumuman.

Karakteristik Khusus Perusahaan

Karakteristik yang dapat dihubungkan dengan reaksi harga vs. volume adalah sebagai berikut:

1. Dispersi dalam ramalan analisis - $DISP_{iq}$
2. Range dalam ramalan analisis - $ANGE_{iq}$

Metode Analisis Data

Dalam uji statistik umumnya meliputi empat elemen (Mendenhall dan Beaver, 1992: 269): hipotesis nol, hipotesis alternatif, test statistik, dan kesimpulan penolakan. Untuk menguji hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, teknik-teknik statistik yang digunakan: Analisis tabel kontingensi (*contingency table analysis*), dan Analisis Korelasi Pearson (*Pearson Product-Moment Coefficient of correlation*).

Analisis tabel kontingensi disebut *sebagai Chi-square contingency table analysis* (Mendenhall dan Beaver, 1992: 426) untuk menguji hipotesis pertama tentang independensi reaksi harga dengan reaksi volume perdagangan, yaitu apakah dua metode klasifikasi atas peristiwa yang diobservasi saling independen. Analisis Korelasi Pearson untuk menguji hipotesis kedua tentang hubungan antara reaksi harga dan reaksi volume perdagangan.

HASIL YANG DIHARAPKAN

Penelitian ini diharapkan dapat menyajikan bukti empiris tentang perilaku harga dan volume terhadap pengumuman dividen, sebagai pengujian lebih lanjut dari beberapa penelitian sebelumnya yang kebanyakan menghubungkan perilaku harga dan volume dengan pengumuman *earnings* (Beaver 1968; Lev dan Ohlson 1982; Dontoh dan Ronen 1993; Cready dan Mynatt 1991; Bamber dan Cheon 1995).

RENCANA ORGANISASI PENULISAN

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini akan diuraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, hipotesis penelitian, dan sistematika pembahasan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Dalam bab ini akan dijelaskan tentang teori dan/atau riset-riset terdahulu yang menjadi acuan utama penelitian ini yaitu teori dan riset tentang volume perdagangan saham dan teori dan riset tentang perubahan harga.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini membahas penulisan penelitian, kriteria sampel dan penentuan populasi, ukuran dan pengambilan sampel, teknik pengukuran variabel, teknik pengembangan alat pengujian, teknik pengujian data dan teknik analisis data.

BAB IV ANALISIS HASIL PENELITIAN

Dalam bab ini akan dijelaskan analisis hasil pengumpulan data, analisis pengujian data, dan analisis pengujian hipotesis.

BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Dalam bab ini akan dijelaskan tentang hasil akhir penelitian yang berupa simpulan dan implikasi bagi peneliti selanjutnya.

REFERENSI

- Aharony, Joseph, dan Itzhak Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An empirical Analysis", *The Journal of Finance*, March 1980, hal. 1-12.
- Asquith, Paul, dan David W. Mullins Jr., "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business*, vol. 56, no.1, 1983, 77-96.
- Atiase, Rowland, K., dan Linda Smith Bamber, "Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements", *Journal of Accounting and Economics* 17, 1994.
- Bamber, Linda Smith, "Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume Around Quarterly Earning Announcements", *The Accounting Review*, July 1987, hal. 510-532.
- , dan Youngsoon Susan Cheon, "Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements", *Accounting Review*, July 1995, hal. 417-441.
- Barron, Orie, E., "Trading Volume and Belief Revisions That Differ Among Individual Analysts", *The Accounting Review*, (October 1995).
- Beaver, W., "The information content of annual earning announcement", *Empirical Research in Accounting*, Supplement to *Journal of Accounting Research* 6, 1968, hal. 67-92.
- Cready, William M., dan Patricia G. Mynatt, "The Information Content of Annual Reports: A Price and Trading Response Analysis", *The Accounting Review*, April 1991, hal. 291-312.
- Deakin, Edward B., "Accounting Reports, Policy Interventions and the Behavior of Securities Returns", *The Accounting Review*, July 1976, hal. 590-603.
- Dontoh, A., dan J. Ronen, "Information content of accounting announcements", *The Accounting Review* 68, October 1993, hal. 3-40.
- Hanafi, Mamduh, M., " Pengumuman Laporan Keuangan Desember dan Non-Desember: Dampaknya terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Return Saham", *Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada*, (Juni 1996).

- Holthausen, Robert W., dan Robert E. Verrecchia, "The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior", *The Accounting Review*, January 1990, hal. 191-208
- Kane, Alex; Young Ki Lee; dan Alan Marcus, "Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?", *Journal of Finance*, Vo. XXXIX, No. 4, September, 1984, hal. 1091-1099.
- Karpoff, Jonathan, M. "A Theory of Trading Volume", *The Journal of Finance*, December 1986, hal 1069-1087.
- Kim, O., dan R. Verrecchia, "Trading volume and price reactions to public announcements", *Journal of Accounting Research* 29, (Autumn) 1991a, hal. 302-321.
- Lev, B. dan J. Ohlson, "Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation, and extension", *Journal of Accounting Research* 20 (Supplement), 1982, hal. 249-322.
- Morse, Dale, "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination", *Journal of Accounting Research*, Autumn 1981, hal. 374-384.

URAIAN METODOLOGI

Metrik Volume

Pertama:

$$= \frac{\% \text{ harian saham yang diperdagangkan perusahaan-}i}{\% \text{ saham yang diperdagangkan di BEJ}}$$

$$\% \text{ saham yang diperdagangkan di BEJ} = \frac{\text{Total saham yang diperdagangkan di BEJ}}{\text{Total saham yang beredar di BEJ}}$$

Kedua:

Untuk mengontrol perbedaan kross-seksional dalam rata-rata perdagangan periode non-pengumuman.

$$= \frac{\% \text{ saham yang diperdagangkan } i \text{ periode pengumuman}}{\text{volume saham yang diperdagangkan periode non pengumuman}} \quad \text{atau}$$

$$= \frac{\% \text{ saham yang diperdagangkan } i \text{ periode dua (tujuh) hari}}{\text{Me volume periode non pengumuman } i}$$

Me = % saham *i* yang diperdagangkan, yang dikumpulkan selama dua (tujuh) hari periode non-pengumuman selama interval tahun pengumuman dividen.

Metrik Harga

Pertama:

$$= \text{Market-adjusted returns} = \text{return perusahaan} - \text{return komtemporernus pada matched-beta portfolio}$$

Kedua:

Untuk mengontrol perbedaan kross-seksional dalam rata-rata return absolut periode non-pengumuman.

$$= \frac{\text{absolut return kumulatif periode pengumuman dua (tujuh) hari}}{\text{Me return absolut periode non-pengumuman dua (tujuh) hari}}$$

Me = nilai absolut return periode non pengumuman yang dikumpulkan dua (tujuh) hari

Kumulasi selama dua (tujuh) hari berdampingan (*contiguous*) periode non-pengumuman selama interval pengumuman dividen.

DAFTAR REFERENSI YANG TERSEDIA UNTUK DIVIDEN

NO	PENGARANG	JUDUL	JURNAL
1	Kane, Alex; Y.K. Lee; dan A. Marcus	Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?	JF 1984(9)
2	Aharony, Joseph, dan I. Swary	Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis	JF 1980 (3)
3	Asquith, Paul; Dan D.W.Mullins	The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth	JB 1983 (-)
4	Baker, G.P.,	Growth, Corporate policies, and the investment opportunity set	JAE 1993 (-)
5	Pettit R.R.	Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency	JF 1972 (-)
6	Griffin P.A.	Competitive information in the Stock Market: An Empirical Study of Earnings, Dividends and Analysts' Forecast	JF 1976 (5)
7	Watts R.L., dan R.W. Leftwich	The Time Series of Annual Accounting Earnings	JAR 1977 (-)
8	Lev, B., dan J.A. Ohlson	Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension	JAR 1982 (-)
9	Gonedes, N.J.	Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items	JAR 1978 (spr)
10	Brickley, J.A.	Shareholder Wealth, Information Signaling and The Specially Designated Dividend	JFE 1983 (-)
11	Strong N.	Modelling Abnormal Returns: A Review Article	JBF 1992(6)
12	Deakin E.B.	Accounting Reports, Policy Interactions and the Behavior of Securities Returns	AR 1976 (7)
13	Eddy A. dan Seifert B.	Stock Price Reactions to Dividend and Earnings Announcements: Contemporaneous versus Noncontemporaneous Announcements.	JFR 1992 (Fail)
14	Miller M.H. dan Rock K.	Dividend Policy under Asymmetric Information	JF 1985 (9)
15	Venkatesh P.C. dan Chiang R.	Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements	JF 1986 (12)