JURNAL RISET AKUNTANSI INDONESIA
Vol. 3, No. 2, Juli 2000
Hal. 203-213

PUSAT PENGEMBANGAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SEBELAS MARET

Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen

BANDI
Universitas Sebelas Maret
JOGIYANTO HARTONO
Universitas Gadjah Mada

Many of researches on price and volume reaction associated with the earnings announcement have been conducted. Bamber and Cheon (1995) acknowledge that there is a positive relation between the average of magnitudes of price and of volume reaction. Nearly a quarter of the quarterly earning announcements generate price and volume reaction of different relative magnitudes. Surprisingly, there is little empirical evidence of such reaction regarding the dividend announcements. This research investigates the volume and price reactions associated with the dividend announcements.
The result of this study shows a dependence between price and volume reaction. Additionally, price and trading volume is positively related.
Although there is a relation between price and volume reaction around dividend announcements, the reactions are very relatively different in magnitudes. The relative magnitudes of price and volume reactions are extremely different for 32,88 percent of these sample dividend announcements, relatively similar reactions for 30,87 percent, and the remaining 36,24 percent shows relatively indeterminate reactions.

Keywords : Price reaction, Volume reaction, Dividend announcement, Trading volume, Magnitude.

1. Pendahuluan

Pemusatan perhatian pada kesamaan antara reaksi harga dan volume atas informasi yang dipublikasikan, cenderung menyebabkan para peneliti memandang harga dan volume sebagai ukuran yang substitusi tentang "reaksi pasar" (Bamber dan Cheon, 1995). Hal ini disebabkan banyaknya penelitian terdahulu menemukan bahwa informasi yang dipublikasikan mengakibatkan baik reaksi

harga maupun reaksi volume perdagangan (contohnya: Beaver 1968; Ball dan Brown 1968; Morse 1981; Bamber 1987; Holthausen dan Verrecchia 1990; Cready dan Mynatt 1991).

Di lain pihak selain laba mengandung informasi, pengumuman pembayaran dividen merupakan sumber informasi dan menyebabkan reaksi pasar kuat dan positif (Asquith dan Mullins, 1983). Kebijakan dividen memiliki banyak aspek daya tarik seperti mekanisme tranmisi informasi.

Kandungan informasi atas dividen menghipotesiskan bahwa para manajer menggunakan pengumuman dividen untuk memberi signal perubahan dalam pengharapannya tentang prospek perusahaan yang akan datang (Aharony dan Swary, 1980).

Riset sebelumnya menunjukan bahwa pengumuman *earnings* menghasilkan reaksi volume perdagangan yang berbeda dengan reaksi harga (misalnya: 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 jika dihubungkan dengan pengumuman dividen, pertanyaan tersebut yang diuji dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini bermanfaat untuk praktisi (pembuat kebijakan) maupun akademisi untuk penelitian berikutnya, yang mempertimbangkan reaksi pasar sebagai bukti atas kemanfaatan pengumuman informasi kepada investor, sehingga dapat terhindar dari konklusi yang salah tentang reaksi harga dan volume.

Bagian berikutnya studi ini disusun dalam empat seksi. Seksi kedua membahas tentang tinjauan teori dalam konteks penelitian sebelumnya dan pengembangan hipotesis. Pemilihan sampel, sumber data, dan variabel operasional dibahas di seksi ketiga. Seksi keempat menyajikan hasil, dan analisis statistik, sedangkan seksi kelima menyajikan kesimpulan penelitian ini.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Hubungan antara Pengujian Volume dan Harga

Untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman hanya melibatkan sebuah faktor saja, yaitu faktor *return* abnormal, sedangkan untuk pengujian efisiensi pasar secara informasi melibatkan dua buah faktor, yaitu *return* abnormal, dan kecepatan reaksi (Jogiyanto,1998).

Return abnormal atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Sedangkan *return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor. Selain itu untuk suatu studi tentang harga, *return* pasar juga bisa dianggap sebagai *return* normal, sehingga merupakan pengurang bagi *return* aktual untuk menghasilkan *return* tidak normal (Bamber dan Cheon, 1995).

Dihubungkan dengan volume, suatu laporan yang diumumkan (*event*) memiliki kandungan informasi, apabila jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih besar ketika *earnings* diumumkan daripada saat waktu lain selama tahun tersebut (Beaver, 1968). Berdasarkan intuisi Beaver tersebut, secara logis bisa disebutkan adanya kandungan informasi juga, apabila jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih kecil ketika suatu *event* terjadi. Reaksi demikian mungkin merupakan reaksi negatif atau disebabkan karena adanya *bad-news*. Di lain pihak suatu laporan yang diumumkan memiliki kandungan informasi, apabila harga berubah, yang mengakibatkan investor memperoleh *return* abnormal.

Perubahan harga merefleksikan perubahan kepercayaan rata-rata pasar secara agregat, sebaliknya volume perdagangan merupakan jumlah tindakan atau perdagangan investor indi-

vidual (Beaver 1968; Bamber 1987; Kim dan Verrecchia 1991a; Bamber dan Cheon 1995). Reaksi harga atas informasi publik merefleksikan revisi kepercayaan dalam pasar agregrat yang merupakan akibat dari adanya informasi tersebut (Beaver 1968; Kim dan Verrecchia 1991a, 1991b).

Untuk melihat reaksi harga saham atas suatu *event* dapat dianalisis dengan mengamati variabilitas *return* saham (*Security Return Variability*) atau SRV, yang dihitung dari *return* abnormal suatu perusahaan dibagi varian *return* abnormal (Foster, 1986). Cara lain untuk melihat reaksi harga, antara lain dengan mengamati penyesuaian *return* perusahaan atas *return* pasar pada waktu t (Bamber dan Cheon, 1995). *Return* yang disesuaikan dengan pasar (*market-adjusted*) dihitung dengan mengurangkan *return* pasar pada waktu t terhadap *return* perusahaan i.

Return abnormal umumnya menjadi fokus dalam studi peristiwa yang mengamati reaksi harga atau efisiensi pasar. *Return* ini merupakan selisih antara *return* sesungguhnya dikurangi *return* yang diharapkan. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya secara relatif, sedangkan *return* yang diharapkan harus diestimasikan. Untuk mengestimasi *return* yang diharapkan dapat digunakan model seperti yang dilakukan Brown dan Warner (1985), yaitu: *mean-adjusted model, market model,* dan *market-adjusted model.*

Model rata-rata yang disesuaikan (*mean-adjusted model*) menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan dan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Dengan model rata-rata yang disesuaikan, *return* yang diharapkan dihitung dengan cara membagi *return* realisasi suatu perusahaan pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi.

Dalam model pasar *return* yang diharapkan dihitung melalui dua tahap (Jogiyanto,1998), yaitu: membentuk model ekspektasi dengan data realisasi selama periode estimasi, dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi selama periode windows. Model ekspektasi dihitung dengan menjumlahkan nilai ekspektasi *return* yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar, tingkat keuntungan indeks pasar, dan bagian *return* yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

Model pasar yang disesuaikan (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini tidak diperlukan periode estimasi untuk membentuk model estimasi. Oleh karena itu *return* yang diharapkan adalah *return* indeks pasar pada periode peristiwa tertentu, dan *return* yang diharapkan untuk semua sekuritas pada periode peristiwa tertentu besarnya sama. Penelitian ini menggunakan model yang disesuaikan dengan pasar seperti yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995).

Perbedaan penting antara pengujian harga dan volume adalah bahwa harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan sedangkan volume merefleksikan perubahan dalam pengharapan investor individual (Beaver 1968; Baron 1995). Suatu informasi, misalnya pengumuman laba atau pengumuman dividen mungkin netral dalam arti tidak mengubah pengharapan tentang pasar sebagai suatu keseluruhan tetapi mungkin mengubah pengharapan individual. Dalam situasi seperti ini tidak akan ada reaksi harga, tetapi mungkin ada pergantian dalam posisi portofolio yang merefleksikan reaksi volume.

Penelitian tentang Volume dan Harga

Banyak ahli yang mencurahkan waktu dan pikirannya untuk melakukan studi atas pasar modal. Lebih dari itu jika dihubungkan dengan bidang akuntansi seperti Ball dan Brown (1968), Beaver (1968), studinya atas pasar modal telah menunjukan suatu kejutan yang menjadi perhatian para ahli dan peneliti periode berikutnya. Antara lain dapat ditunjukkan bahwa informasi akuntansi mempunyai kandungan informasi bagi pasar modal.

Dalam melihat reaksi pasar, suatu studi bisa mengamati reaksi volume perdagangan selain reaksi harga (Kim dan Verrecchia, 1991; Barron, 1995; Atiase dan Bamber, 1994).

Ying (1966) meneliti hubungan antara harga saham dan volume penjualan saham, yang didasarkan pada anggapan bahwa keduanya merupakan produk bersama dari mekanisme pasar tunggal. Peneliti ini menyimpulkan bahwa, (1) ketika volume kecil terus menerus, harga biasanya jatuh; (2) ketika volume besar terus menerus harga biasanya naik; (3) apabila volume telah mulai menurun secara berurutan selama periode 5 hari perdagangan, maka akan ada suatu tendensi bagi harga akan jatuh selama 4 hari perdagangan berikutnya; (4) apabila volume telah mulai meningkat secara berurutan selama periode 5 hari perdagangan, maka akan ada suatu tendensi bagi harga untuk naik selama 4 hari perdagangan berikutnya.

Beaver (1968) menguji kandungan informasi atas pengumuman laporan laba tahunan. Penelitian tersebut menemukan bahwa pengumuman laba menyebabkan perubahan harga abnormal maupun volume perdagangan abnormal. Setelah riset yang dilakukan Beaver (1968), riset-riset berikutnya telah menunjukan 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).

Tauchen dan Pitts (1983) meneliti hubungan antara variabilitas perubahan harga harian dan volume perdagangan harian pada pasar spekulatif. Para peneliti ini menyimpulkan bahwa: (1) distribusi bersama (perubahan harga dan volume) memasukkan semua informasi relevan tentang hubungan volume-variabilitas harga; (2) apabila volume perdagangan dibuat *trend*, maka hubungan volume-variabilitas harga dapat menyesatkan, karena kenaikan tajam dalam sejumlah pedagang di pasar dapat menghilangkan sebagian besar dan mungkin semua hubungan antara perubahan kuadrat dari harga dan volume perdagangan; (3) ada beberapa validitas untuk prediksi tentang ekpansi pasar yang disarankan oleh model pengharapan rasional yang lebih sedikit, yang menggabungkan banyaknya informasi pribadi.

Holthausen dan Verrecchia (1990) dengan pembuktian model secara matematis menyimpulkan bahwa manifestasi informasi baik yang diinformasikan maupun konsensus berpengaruh secara simultan, dan masing-masing berpengaruh baik pada varian perubahan harga tak diharapkan maupun volume perdagangan tak diharapkan.

Cready dan Mynatt (1991) menguji respon pasar modal sekitar tanggal pengumuman laporan tahunan. Kesimpulan penelitian tersebut adalah pengumuman laporan tahunan merupakan hal yang informatif bagi para investor dalam pembuatan keputusan investasi, dan laporan tahunan tampak memberikan keuntungan sosial pada para investor selama *invariance* kondisi harga tampak bertahan.

Foster dan Viswanathan (1993) meneliti perilaku volume perdagangan, biaya perdagangan, dan perubahan harga. Kesimpulan penelitiannya antara lain bahwa volume *intraday* tinggi ketika *return* sangat mudah berubah-ubah (*volatile*).

Bamber dan Cheon (1995) meneliti tentang reaksi harga dan volume berkenaan dengan pengumuman laba. Para peneliti ini menyimpulkan bahwa frekuensi pengumuman laba menghasilkan reaksi volume dan harga yang berbeda. Hasil penelitian ini menunjukan bahwa besarnya reaksi harga dan kecilnya reaksi volume, atau besarnya reaksi volume dan kecilnya reaksi harga mencapai 20-24 persen dari sampel yang digunakan.

Atas dasar temuan tentang reaksi harga dan reaksi volume yang berbeda ini, penelitian ini menghubungkannya dengan pengumuman dividen, mengajukan null hipotesis berikut ini.

H_1. Reaksi harga dan volume independen, dan

H_2. Reaksi harga tidak berhubungan dengan reaksi volume.

3. Metode Riset

Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data yang meliputi pengumuman dividen selama tahun fiskal 1994, 1995, dan 1996; *return* saham, volume perdagangan saham. Sampel data yang dibutuhkan dalam penelitian ini dirinci seperti berikut: (1) tangga perdagangan selama sebelas hari dari t-5 sampai dengan t+5, terutama untuk mengantisipasi reaksi sebelum pengumuman dividen, yang mungkin berbeda dengan pasar modal di Amerika.

Total saham yang diperdagangkan harian pada BEJ dibagi dengan total saham yang beredar di BEJ, untuk menghasilkan persentase saham BEJ yang diperdagangkan. Pengukuran ini akan digunakan sebagai penyesuaian pasar. Hasil volume perdagangan untuk tiap perusahaan yang disesuaikan dengan pasar (*market-adjusted*) ini dikumulasikan selama periode sebelas hari (dari hari -5 sampai dengan hari +5).

Volume perdagangan saham abnormal, yang merupakan volume penyesuaian pasar, dapat dihitung dengan rumus:

$$VAt = PSit - Psmt \qquad (1)$$

Notasi, VAt adalah Volume abnormal pada periode t. PSit adalah Persentase saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode t. PSmt adalah Persentase saham yang diperdagangkan di pasar keseluruhan pada periode t.

Untuk persentase saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode t dihitung seperti berikut ini.

$$PSit = \frac{Sit}{SBit} \qquad (2)$$

Notasi, PSit adalah persentase saham harian yang diperdagangkan pada periode t. Sit adalah saham perusahaan i diperdagangkan di pasar pada periode t. SBit adalah jumlah saham perusahaan i yang beredar pada periode t.

Persentase saham yang diperdagangkan secara keseluruhan di pasar dihitung seperti berikut ini.

$$PSmt = \frac{Smt}{SBmt} \qquad (3)$$

Notasi, PSmt adalah Persentase saham diperdagangkan di pasar keseluruhan. Smt adalah jumlah saham diperdagangkan di pasar keseluruhan pada periode t. SBmt adalah jumlah saham yang beredar di pasar keseluruhan pada periode t.

Metrik Harga

Penelitian ini menerapkan pengukuran *return* untuk sebelas hari pengamatan. Metrik ini didasarkan pada *return* ekses beta pasar, seperti penelitian sebelumnya Bamber dan Cheon (1995) yang mengurangkan *return* pasar pada *return* perusahaan i pada periode t.

Return abnormal yang merupakan *return* penyesuaian pasar ini dapat dihitung dengan umus:

$$RAt = Rit - Rmt \quad (4)$$

Notasi,RAt adalah *return* abnormal pada periode t. Rit adalah *return* perusahaan i pada ›eriode t. Rmt adalah *return* pasar pada periode t.

4. Analisis Data

Frekuensi dan Besaran Reaksi Volume dan Harga yang Berbeda

Data tentang reaksi harga dan reaksi volume absolut dihitung selama periode pengamatan sebelas hari, mulai t-5 sampai dengan t+5. Berbeda dengan Bamber dan Cheon (1995), kedua angka reaksi absolut masing-masing dibagi menjadi 4 kelompok atau kuartil, sedangkan penelitian sebelumnya dibagi menjadi 10 kelompok atau *decile*.

Dari data yang berujud angka kuartil tersebut dicari nilai absolut perbedaan antara reaksi harga dan volume. Perbedaan reaksi-reaksi tersebut dikelompokan ke dalam kategori: (1) "Sama"; (2) "Berbeda"; (3) "Tidak tentu".

Reaksi "sama" adalah apabila besarnya nilai absolut perbedaan antara angka kuartil reaksi harga dan reaksi volume sama dengan nol. Sebagai contoh suatu observasi pada angka kuartil empat untuk reaksi volume harus berada pada angka kuartil empat untuk observasi harga.

Reaksi "Berbeda", adalah apabila besarnya nilai absolut perbedaan antara angka kuartil reaksi harga dan volume, lebih besar atau sama dengan dua. Sebagai contoh suatu observasi pada angka kuartil empat untuk reaksi volume harus berada pada angka kuartil dua atau satu untuk observasi reaksi harga. Reaksi ini selanjutnya dikelompokkan lagi menjadi dua, yaitu: Reaksi "Volume besar-Harga kecil atau VB-HK"; dan Reaksi "Volume kecil-Harga besar atau VK-HB".

Reaksi "Tidak tentu" adalah apabila besarnya nilai absolut perbedaan antara angka kuartil reaksi harga dan volume, sama dengan satu. Sebagai contoh suatu observasi pada angka kuartil empat untuk reaksi volume harus berada pada angka kuartil tiga untuk observasi reaksi harga.

Penelitian ini menempatkan dua hipotesis alternatif: (1) reaksi harga dan volume dependen, dan (2) reaksi harga berhubungan dengan reaksi volume.

Dependensi antara Reaksi Harga dan Reaksi Volume

Tabel kontingensi menunjukan frekuensi pengumuman dividen yang jatuh dalam tiap-tiap sel kuartil reaksi harga-volume. Dari analisis yang didasarkan pada 596 pengumuman dividen dan 16 sel, frekuensi ekspektasi dalam tiap sel di bawah hipotesis independensi, sebesar 37,25.

Tabel 4.1 menunjukan hasil tabel kontingensi, yang berisi frekuensi aktual reaksi harga dan volume dalam tiap empat kategori (yakni: Sama, Tidak Tentu, VB-HK, VK-HB). Dari hasil klasifikasi di tabel 4.1 dilakukan pengujian kontingensi secara keseluruhan. Hasil analisis di tabel 4.2.

TABEL 4.1

Kwartil Silang Frekuensi Reaksi Harga dengan Reaksi Volume atas Pengumuman Dividen

		VOLUME				TOTAL
		1	2	3	4	
HARGA	4	28	31	33	57	149
	3	43	35	40	31	149
	2	34	43	43	29	149
	1	44	40	33	32	149
	TOTAL	**149**	**149**	**149**	**149**	**596**

TABEL 4.2

Hasil Analisis Kontingensi

Koefisien Kontingensi	Signifikansi (p *value*)
0.19322	0.00595

Dari hasil analisis di tabel 4.2 terlihat bahwa koefisien kontingensi 0,19322 signifikan pada tingkat keyakinan 95%. Dengan demikian H0 ditolak, yang berarti bahwa reaksi harga dependen terhadap reaksi volume perdagangan.

Hubungan antara Reaksi Harga dan Reaksi Volume

Dalam menganalisis hubungan reaksi harga dengan reaksi volume, dilakukan dengan menggunakan Uji *Pearson product-moment coefficient of correlation*. Hasil uji ini disajikan pada tabel 4.3.

TABEL 4.3

Hasil Analisis Uji Korelasi

PUSAT PENGEMBANGAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SEBELAS MARET

Nilai Korelasi (R) Pearson	Signifikansi (p *value*)
0.12752	0.00181

Dari hasil analisis di tabel 4.3 tampak bahwa koefisien korelasi sebesar 0,12752 signifikan da tingkat keyakinan 95 persen. Dengan demikian H0 ditolak, yang berarti bahwa reaksi harga rhubungan dengan reaksi volume perdagangan. Hasil ini mendukung hasil pengujian hipotesis rtama, yang menunjukkan bahwa reaksi volume dependen terhadap reaksi harga, di samping itu ga konsisten dengan temuan penelitian sebelumnya (Bamber dan Cheon, 1995).

ɔrbedaan Besaran (*magnitudes*) Reaksi Harga dan Reaksi Volume

Untuk mendukung kesimpulan independensi dan korelasi tersebut, ringkasan statistik tabel ɔntingensi yang berkenaan dengan klasifikasi perbedaan reaksi disajikan pada tabel 4.4.

TABEL 4.4

Ringkasan Statistik Perbedaan Reaksi Harga dan Volume*

Frekuensi	Reaksi "sama"	Reaksi "tidak tentu"	Reaksi Berbeda *1	
			VB-HK	VK-HB
Frek. Ekspektasi di bawah H0: Independensi	25%*2	37.5%*3	18.75%*4	18.75%*5
Frek. Sesungguhnya	30.87%	36.24%	17.77%	17.11%
99 % convidence interval	(26.01-35.74 %)	(31.18-41.30%)	(11.94-19.61 %)	(13.15-21.08 %)
95 % convidence interval	(27.16-34.58%)	(32.38-40.10 %)	(12.85-18.69 %)	(14.09-20.14 %)
90 % convidence interval	(27.76-33.99 %)	(33.00-39.48 %)	(13.32-18.23 %)	(14.57-19.65 %)

ɔerhitungan dalam tabel ini didasarkan pada data di tabel 4.1.

l. VB-HK = Volume besar-Harga kecil
VK-HB = Volume kecil-Harga besar

2. Jumlah persentase frekuensi yang angka kuartil volumenya samadengan angka kuartil harga. Dengan Ho frekuensi "sama" diharapkan 25% = (37,25+37,25+37,25+37,25)/596. Aktualnya sebesar 30,87%= (44+43+40+57)/596.

3. Jumlah persentase frekuensi yang selisih absolut antara angka kuartil volume dan kuartil harga sama dengan satu. Dengan Ho frekuensi "tidak tentu" diharapkan sebesar 37,5%=(37,25+37,25+37,25+37,25+37,25+37,25)/596. Aktualnya sebesar 36,24% = (34+35+33+40+43+31)/596.

Tabel 4.4 (Lanjutan)

4. Jumlah persentase frekuensi yang selisih absolut antara angka kuartil volume dan kuartil harganya lebih besar atau sama dengan dua, tetapi reaksi volumenya besar dan reaksi harganya kecil. Dengan Ho frekuensi "berbeda-VBHK" diharapkan 18,75% = (37,25+37,25+37,25)/596. Aktualnya sebesar 15,77% = (33+32+29)/596.

5. Jumlah persentase frekuensi yang selisih absolut antara angka kuartil volume dan kuartil harganya lebih besar atau sama dengan dua, tetapi reaksi volumenya kecil dan reaksi harganya besar. Dengan Ho frekuensi "berbeda-VKHB" diharapkan 18,75% = (37,25+37,25+37,25)/596. Aktualnya sebesar 17,11% = (28+31+43)/596.

Di bawah hipotesis independensi (Ho), 25 persen reaksi diharapkan jatuh pada kategori "sama", 37,5 persen diharapkan jatuh pada kategori "tidak tentu", 18,75 persen diharapkan jatuh pada kategori "VB-HK", dan 18,75 persen lainnya diharapkan jatuh pada kategori "VK-HB".

Hasil di tabel 4.4 menunjukan bahwa frekuensi aktual reaksi "sama" 5,87 persen lebih besar daripada yang diharapkan dengan hipotesis independensi. Walaupun dengan interval keyakinan 99 persen, frekuensi "sama" berada di atas 25 persen, tetapi hanya sekitar 31 persen dari pengumuman dividen yang menunjukan reaksi harga dan volume besarnya sama.

Kemungkinan proporsi yang diharapkan "sama" (=25 persen) tidak bisa dipenuhi oleh proporsi aktual, proporsi harapan ini bahkan di bawah estimasi proporsi aktual, yang besarnya berkisar 26,01 persen sampai dengan 35,74 persen, dengan interval keyakinan 99 persen, maupun estimasi proporsi aktual dengan interval keyakinan 95 persen (berkisar antara 27,16 persen dan 34,58 persen) dan 90 persen persen (berkisar antara 27,16 persen dan 34,58 persen).

Proporsi reaksi yang dikelompokan sebagai "sama" (=30,87 persen) adalah jauh lebih dekat dari 25 persen yang diharapkan di bawah independensi daripada 100 persen yang diharapkan berhubungan positif, hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya (Bamber dan Cheon, 1995).

Proporsi reaksi yang jatuh pada sel "tidak tentu" sama dengan apa yang diharapkan di bawah hipotesis independensi. Untuk reaksi yang "tidak tentu", frekuensi aktual (=36,24 persen) sangat dekat dengan harapan di bawah hipotesis independensi (37,5 persen). Kemungkinan proporsi yang diharapkan "tidak tentu" (=37,5 persen) bisa dipenuhi oleh proporsi aktual, proporsi harapan ini berada dalam kisaran estimasi proporsi aktual, yang besarnya berkisar 31,18 persen sampai dengan 41,30 persen, dengan interval keyakinan 99 persen, maupun estimasi proporsi aktual dengan interval keyakinan 95 persen (berkisar antara 32,38 persen dan 40,10 persen) dan 90 persen persen (berkisar antara 33,0 persen dan 39,48 persen). Hasil ini konsisten dengan temuan sebelumnya Bamber dan Cheon (1995).

Di bawah hipotesis independensi, diharapkan 18,75 persen reaksi jatuh pada kategori "VB-HK", dan 18,75 persen reaksi lainnya jatuh pada kategori "VK-HB". Namun demikian porporsi aktual lebih rendah daripada proporsi ekspektasi. Dalam kategori "VB-HK" frekuensi aktual 15,77 persen, dan lebih kecil dari yang diharapkan. Begitu juga dalam kategori "VK-HB", frekuensi aktual sebesar 17,11 persen, lebih kecil dari frekuensi yang diharapkan. Hasil ini menunjukan 32,88 persen sampel pengumuman dividen menyebabkan reaksi volume dan reaksi harga yang besarnya relatif berbeda.

Walaupun kemungkinan proporsi yang diharapkan masing-masing VB-HK, dan VK-HB (=18,75 persen) bisa dipenuhi oleh proporsi aktual, proporsi harapan ini berada dalam kisaran estimasi proporsi aktual, yang besarnya berkisar 11,94 persen sampai dengan 19,61 persen untuk VB-HK, dan berkisar 13,15 persen sampai dengan 21,08 persen untuk VK-HB dengan interval keyakinan 99 persen, sesuai dengan hasil analisis independensi secara menyeluruh (tabel 4.2) proporsi ekspektasi kemungkinan tidak bisa dipenuhi oleh proporsi aktual dalam interval keyakinan 95 persen, maupun dalam interval keyakinan 90 persen (tabel 4.4). Di tabel 4.2 ditunjukan suatu hasil bahwa reaksi volume dcpenden terhadap reaksi harga. Hasil analisis di tabel 4.4, secara parsial reaksi "berbeda" dalam penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya (Bamber dan Cheon, 1995) yang hasil "VB-HK" dan "VK-HB" dalam penelitian itu kedua proporsi ekspektasinya lebih tinggi dari proporsi aktual, dan kedua proporsi ekspektasinya di luar (lebih tinggi) dari estimasi proporsi aktualnya dengan interval keyakinan 99 persen. Perbedaan hasil penelitian ini, kemungkinan disebabkan oleh signifikansi (tabel 4.2) pada reaksi "sama" lebih tinggi daripada reaksi "VB-HK" maupun "VK-HB" dalam sampel penelitian ini.

PUSAT PENGEMBANGAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SEBELAS MARET

5. Kesimpulan

Tujuan utama studi ini adalah untuk memberikan bukti empiris atas pengaruh pengumuman dividen pada reaksi harga dan volume, dan seberapa jauh pengaruh pengumuman dividen yang besar pada volume tetapi kecil pada harga, dan sebaliknya.

Reaksi harga dan reaksi volume perdagangan secara statistik terjadi secara dependen, dan hubungan antara reaksi harga dan volume perdagangan lebih dekat pada dependensi daripada keeratan hubungan keduanya, hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya (Bamber dan Cheon, 1995). Frekuensi pengumuman dividen yang menghasilkan reaksi volume dan reaksi harga yang besarannya sama, sebesar 30,87 persen (tabel 4.3). Hasil ini di atas proporsi yang diharapkan pada hipotesis nol, yaitu 25 persen. Sebanyak 32,88 persen pengumuman dividen menghasilkan reaksi yang berbeda antara harga dan volume (yaitu sebanyak 15,77 persen untuk VB-HK, dan 17,11 persen untuk VK-HB), hasil ini hanya berbeda 5,5 persen di bawah frekuensi yang diharapkan pada hipotesis nol, yaitu 37,5 persen.

Bukti dalam penelitian ini menunjukan bahwa pengumuman dividen menghasilkan reaksi volume yang berbeda dengan reaksi harga, hal ini terlihat dari proporsi reaksi "berbeda" lebih tinggi daripada reaksi "sama" atas pengumuman dividen. Temuan penelitian ini mendukung teori tentang reaksi harga dan reaksi volume, bahwa keduanya berbeda (lihat: Beaver 1968, Baron 1995, Karpoff 1986). Teori tersebut menyatakan bahwa perubahan harga mencerminkan kepercayaan atau pengharapan pasar secara agregat, sedangkan perubahan volume mencerminkan kepercayaan atau pengharapan investor individual.

Walaupun ada hubungan yang signifikan antara reaksi volume dan harga, namun hubungan ini mengaburkan kenyataan bahwa (1) besaran reaksi volume dan harga relatif, berbeda sebesar 32,88 persen dari sampel penelitian ini; (2) hubungan antara reaksi volume dan harga dalam penelitian ini lebih dekat pada independensi daripada hubungan kuat, temuan ini konsisten dengan temuan Bamber dan Cheon (1995).

Peneliti berikutnya dapat: menguji faktor yang mempengaruhi perbedaan prilaku reaksi harga dan volume (misalnya: besarnya deviden, proporsi saham dipegang publik); membandingkan reaksi pasar sebelum dan sesudah peristiwa (pengumuman dividen), seperti dilakukan Bamber (1989) dalam melihat reaksi volume perdagangan terhadap pengumuman laba kuartalan.

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 Sharehoders' 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.

Ball, Ray., dan Philip Brown., "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn 1968.

Bamber, Linda, Smith, "The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach", *Journal of Accounting Research*, (Spring 1986).

———, "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.

Beza, Berhanu., "The Information Content of Annual Earnings Announcements A Trading Volume Approach", *Simposium Nasional Akuntan I & Tesis Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada*, 1997.

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.

Eddy, Albert, dan Bruce Seifert, "Stock Price Reactions To Dividend and Earnings Announcements: Contemporaneous Versus Noncontemporaneous Announcements", *The Journal of Financial Research*, Fall 1992, hal. 207-217.

Foster, G., "*Financial Statement Analysis*", Prentice Hall, 1986.

Foster, F. Douglas, dan S. Viswanathan, "Variations in Trading Volume, Return Volatility, and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models", *The Journal of Finance*, March 1993, hal. 187211.

Gunarsih, Tri, "Trading Volume Activity & Security Return Variability Di Pasar Modal Indonesia Tahun Laporan Keuangan 1993", *Kompak* No. 9, Pebruari 1996.

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

Husnan, S., M. M Hanafi, dan Amin Wibowo, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan", *Majalah Kelola* No. 11/V/1996, 1996.

Jogiyanto, H.M., "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", Yogyakarta: BPFE-UGM, 1998.

Jones, Charles, P. "*INVESTMENT Analysis and Management*", 5th. ed., John Willey & Son, 1996.

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.

Machfoedz, Mas'ud., "Kejahatan Pasar Modal Pengaruh dan Penanggulangan Dari Sisi Ekonomi dan Bisnis", Unpublished, *Makalah Seminar*, 1996.

Mendenhall, Wiliam., dan Robert J. Beaver,. "*Business Statistics*", 3rd. ed.,PWS-KENT Publishing Co., 1992.

Morse, Dale, "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination", *Journal of Accounting Research*, Autumn 1981, hal. 374-384.

Tauchen, George E., dan Mark Pitts, "The Price Variability-Volume Relationship on Speculative Markets", *Econometrica*, March 1983, hal. 485-505.

Usman, Marzuki, Djoko Koesnadi, Arys Ilyas, Hasan Zein M., I Gede Putu Ary Suta, I Nyoman Tjager, Srihandoko, "*ABC PASAR MODAL INDONESIA*". Jakarta: IBI dan ISEI Cabang Jakarta, 1990.

Ying, Charles, C. "Stock Market Prices and Volumes of Sales", *Econometrica*, July 1966, hal. 676-685.

——————— *Undang-undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.*

——————— "*Fact Book 1994*", Jakarta Stock Exchange.

——————— "*Fact Book 1995*", Jakarta Stock Exchange.

——————— "*Fact Book 1996*", Jakarta Stock Exchange.

——————— "*Capital Market Directory 1996*", Jakarta Stock Exchange.

PUSAT PENGEMBANGAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SEBELAS MARET