

## PENGARUH PERUBAHAN DIVIDEN TERHADAP *FUTURE EARNINGS*

YAN ARSYAH

*Dalam penelitian ini penulis mencoba meneliti apakah perubahan dividen mempunyai kandungan informasi yang layak diperhatikan, yang merupakan cermin dari future earnings. Kemudian sebagai pembuktian pengaruh dividen terhadap future earnings diteliti juga mengenai pengaruh perubahan dividen tersebut terhadap excess return.*

*Dari penelitian yang dilakukan, didapatkan hasil bahwa tidak terdapat bukti yang cukup untuk mengatakan bahwa perubahan dividen berpengaruh terhadap future earnings dan excess return.*



PERPUSTAKAAN

PENDAHULUAN

TRISAKTI SCHOOL OF MANAGEMENT

Ada beberapa daya tarik pasar modal. Pertama, pasar modal diharapkan dapat menjadi media pengumpulan dana selain media perbankan. Kedua, para investor mempunyai pilihan investasi sesuai dengan preferensi resiko yang mereka miliki. Preferensi tersebut dipengaruhi oleh informasi yang mereka dapatkan sehubungan dengan investasi mereka. Ada beberapa hal yang menarik mengenai informasi yang dapat digunakan sebagai acuan untuk melakukan investasi. Salah satu informasi tersebut adalah mengenai kandungan informasi perubahan dividen.

Beberapa penelitian mengemukakan juga mengenai kandungan informasi dari perubahan dividen. Lintner (1956), mengemukakan bahwa perusahaan hanya menaikkan dividen ketika manajemen mempunyai keyakinan bahwa *earnings* secara permanen akan naik, maksudnya adalah bahwa kenaikan dividen mengimplikasikan bagian dari distribusi *earnings*. Kemudian Miller dan Modigliani (1961), yang dikutip Bernartzi et al. secara eksplisit mengemukakan bahwa dividen dapat memberikan informasi tentang *cash flows* dimasa yang akan datang ketika pasar dalam keadaan tidak sempurna. Miller dan Rock (1985), mengidentifikasi sumber dan penggunaan dana, bahwa keputusan dividen dapat diartikan sebagai informasi *earnings* saat ini.

Pengembangan lebih jauh dari informasi informasi yang asimetris tersebut, dilakukan oleh Bhattacharya (1979), Miller dan Rock (1985), John dan Williams (1985). Dalam teori-teori tersebut, dikemukakan bahwa perubahan dividen bukan hanya pengaruh dari kandungan informasinya. Ada pengaruh dari luar terhadap earnings dimasa yang akan datang, seperti *cost* yang dibayarkan secara rutin.

Lalu bagaimanakah dukungan empiris dari pandangan-pandangan tersebut, bahwa perubahan dividen mempunyai kandungan informasi mengenai *cash flows* dimasa yang akan datang ?

Ada beberapa bukti bahwa kekuatan pasar akan berubah ketika ada informasi yang layak diperhatikan. Ketika deviden dinaikkan, maka harga akan cenderung naik dan begitu juga sebaliknya. Watts (1973) menguji hubungan antara deviden saat ini dengan earnings dimasa yang akan datang. Dalam penelitiannya Watts menggunakan 310 perusahaan selama periode 1946-1947. Watts meregresi *earnings* tahun berikutnya dengan deviden saat ini. Dimana rata rata koefisiennya menunjukkan nilai yang positif, dan rata-rata t-statistiknya juga rendah. Penelitian tersebut diulang oleh Gonedes (1978), dan Penman (1983). Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa sinyal dari informasi mengenai deviden berguna dalam penentuan prediksi distribusi dari dari sejumlah *income*. Kemudian penelitian-penelitian diatas dikembangkan lagi oleh Healy dan Palepu (1988), Aharony dan Dotan (1994).

Akan tetapi ada hal yang menarik dari hasil yang diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Bernartzi, Michaely, dan Thaler (1997). Dalam penelitian tersebut, mereka menemukan ada sesuatu yang sangat kuat, yang secara bersamaan, berhubungan antara perubahan dividen dan perubahan *earnings* (ketika dividen naik, *earnings* juga ikut naik). Tetapi mereka tidak dapat menemukan beberapa bukti hubungan yang positif antara perubahan deviden dengan perubahan *earnings* dimasa yang akan datang. Dalam dua tahun kenaikan deviden, mereka menemukan bahwa *earnings* tetapi tidak berhubungan dengan sinyal dan ukurannya. Tetapi untuk dividen yang mengalami penurunan, hasilnya akan mempunyai pengaruh yang kuat terhadap *earnings*. Mereka juga menemukan bahwa kenaikan dividen mempunyai pengaruh yang kuat terhadap *return* saham pada saat publikasi, tetapi bila ada pemotongan atau pengurangan deviden, pengaruhnya tidak signifikan terhadap *return* saham.

Artikel ini disusun dalam 5 bagian pembahasan. Pendahuluan diatas merupakan bagian pertama, kemudian dilanjutkan dengan pembahasan secara teoritis mengenai beberapa hal yang menyangkut kandungan informasi dari pengumuman dividen. Pada bagian ketiga akan dibahas mengenai data, dan pemilihan sampel. Selanjutnya metodologi dan analisa hasil yang diperoleh akan dibahas pada bagian ke empat. Bagian terakhir dari artikel ini adalah kesimpulan dari penelitian yang dilakukan.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### Kebijakan Deviden

Kemampuan perusahaan untuk membagikan deviden kepada para pemegang saham terbatas tidak sebesar jumlah laba yang ditahan (*retained earnings*) saja. *Dividend irrelevant theory*, menyebutkan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak relevan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain bahwa kebijakan deviden suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari *asset* perusahaan dan resiko bisnis perusahaan.

### Kandungan Informasi Deviden

Tujuan laporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi mengenai posisi keuangan yang menyangkut posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi (IAI, 1994). Oleh karena itu maka investor banyak menggunakan informasi dari laporan keuangan untuk menentukan keputusan investasinya.

Ada beberapa informasi dari laporan keuangan yang dapat diperhatikan, yaitu informasi tentang *cash flows*, *earnings*, atau informasi lain yang berhubungan dengan kebijakan keuangan perusahaan, misal, informasi mengenai pembagian deviden bagi pemegang saham dan sebagainya.

Beberapa peneliti juga meneliti mengenai beberapa informasi dari laporan keuangan. Begitu juga mengenai informasi-informasi asimetris yang terkandung dalam informasi tersebut, seperti informasi mengenai fluktuasi pembayaran deviden. Penelitian yang dilakukan oleh Bernartzi et al. (1997) adalah menguji dari kemampuan kandungan informasi deviden untuk memprediksi *future earnings* dan *excess return*. Hasil yang didapat dari penelitian tersebut adalah terdapat hubungan yang kuat dari pengujian yang dilakukan terhadap variabel *earnings* dan variabel deviden. Tetapi dari pengujian yang dilakukan tidak ditemukan bukti yang kuat untuk mendukung hasil tersebut.

Penelitian mengenai kandungan informasi dari perubahan deviden diawali oleh Lintner (1956), yang menyebutkan bahwa perusahaan hanya akan menaikkan dividennya jika manajemen mempunyai keyakinan bahwa *earnings* secara permanen akan mengalami kenaikan. Kemudian Miller dan Modigliani (1961) seperti dikutip Bernartzi et al. (1997), bahwa deviden dapat memberikan informasi tentang *cash flows* dimasa yang akan datang dalam pasar yang tidak sempurna (*incomplete market*). Kemudian Miller dan Rock (1985), mengidentifikasi sumber dan penggunaan dana, bahwa keputusan deviden dapat diartikan sebagai informasi *earnings* saat ini. Tetapi apakah kandungan informasi dari publikasi deviden benar-benar mempunyai kandungan informasi terhadap *future earnings*?

Petit (1972), menjelaskan bahwa pengumuman dividen merupakan informasi yang dapat digunakan oleh pasar untuk menilai saham. Pada pengujiannya, menggunakan data harian, maupun bulanan untuk menguji *abnormal performance index* disekitar tanggal pengumuman dividen. Dari penelitiannya dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen merupakan informasi yang penting bagi investor. Tetapi hasil penelitian ini ditolak oleh Gonedes (1978). Diungkapkan bahwa sinyal dari perubahan dividen tidak merefleksikan beberapa informasi khusus yang bersifat manajerial tentang prediksi distribusi sejumlah *income*. Hasil ini konsisten dengan yang ditemukan oleh Watts (1973). Dikatakannya juga bahwa hasil yang ditemukan tersebut tidak konsisten dengan yang ditemukan oleh Scholes (1973) dan Petit (1972). Penyebab inkonsistensi dengan penelitian yang dilakukan Scholes adalah karena Scholes tidak mengembangkan atau menambah periode waktu dari informasi yang yang dipengaruhi oleh dividen. Sedangkan inkonsistensi dengan penelitian Petit dikarenakan, penelitian tersebut dipengaruhi oleh varietas statistikalnya yang terbatas.

Aharony dan Swary (1980), menguji mengenai kandungan informasi dari pengumuman deviden dengan menggunakan variabel variabel *Abnormal Returns* dan *Average Abnormal Return*, yang berfungsi sebagai pengukur kandungan informasi pengumuman deviden. Kesimpulannya adalah bahwa pengaruh deviden dalam memberikan informasi yang lebih bermanfaat daripada pengumuman *earnings*, hal ini ditunjukkan dengan adanya sinyal jika ada kenaikan deviden maka harga saham ikut naik, begitu juga sebaliknya.

De Angelo et al. (1992), menjelaskan apa yang telah dihipotesiskan oleh Miller dan Modigliani, bahwa pengurangan dividen dapat di indikasikan sebagai rugi yang dialami saat ini yang lebih besar dari kerugian periode yang lalu. Dijelaskan juga bahwa kandungan informasi dari dividen dapat digunakan untuk memprediksi *future earnings*.

Abarbanel dan Bushee (1997), melakukan penelitian mengenai *future earnings* dengan meregresi perubahan EPS (*earnings per share*) sebagai variabel dependen dengan variabel independennya diukur dari nilai ekstrem sinyal yang didapat dari kandungan informasi dividen. Dalam penelitian tersebut disimpulkan bahwa secara fundamental, sinyal menunjukkan pertumbuhan *earnings* jangka panjang, yang memberi kemungkinan terhadap sinyal sinyal tersebut mempengaruhi perubahan profitabilitas secara berkelanjutan.

Michaely, Thaler, dan Womack (1997), meneliti pengaruh jangka pendek dan jangka menengah dari perubahan dividen terhadap *excess return*. Dalam penelitian tersebut Michaely et al. membuat sebuah penekanan dalam penelitiannya, apakah reaksi dari perubahan tersebut merupakan pengaruh dari dividen yang mengalami penurunan atau yang mengalami kenaikan. Hasil yang didapatkan adalah konsisten dengan penelitian penelitian sebelumnya. Ditemukan, bahwa pengaruh penurunan dividen terhadap harga dalam jangka pendek adalah negatif untuk dividen yang mengalami penurunan dan dividen yang mengalami kenaikan. Reaksi dari kenaikan dividen adalah sekitar setengah daripada reaksi pasar dari penurunan dividen. Hal yang senada juga dihasilkan

dalam penelitian yang dilakukan oleh Healy dan Palepu (1988) dan Asquith & Mullins (1983). Hal yang merupakan kejutan adalah ditemukannya pengaruh kenaikan dan penurunan dividen dalam jangka panjang. Dari penelitian tersebut juga ditemukan bukti yang kecil mengenai *clientle effect*.

Beberapa penelitian di Indonesia juga mengacu dari kandungan informasi dividen. Amsari (1994), menyimpulkan hasil penelitiannya, bahwa sebagian besar pengujian yang dilakukan harus menerima hipotesis nol. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa rata-rata pemodal hanya mampu meraih abnormal return disekitar tanggal pengumuman dividen. Secara keseluruhan kesimpulan yang dapat diambil hasil penelitian tersebut, bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham di pasar modal Indonesia. Dari penelitian ini ditemukan bahwa pasar modal di Indonesia belum memenuhi syarat sebagai pasar modal setengah kuat.

Efendri (1993), mengungkapkan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Diungkapkan juga bahwa pengumuman dividen cenderung mengurangi ketidakpastian. Hal lain yang dapat diungkap adalah dividen perusahaan lebih dapat diperkirakan dari pada *capital gain*, karena pihak manajemen tidak mampu mengendalikan harga saham.

Harjito (1995), mencoba menguji dengan efisiensi setengah kuat di Bursa Efek Jakarta, dengan menggunakan kandungan informasi dari publikasi dividen. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif disekitar tanggal pengumuman dividen.

Penelitian yang lain dilakukan oleh Soetjipto (1997) meneliti pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta tahun 1995. Pengujian tersebut masih menggunakan model *abnormal return*. Kesimpulan yang didapatkan dari penelitian tersebut bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham yang mengalami kenaikan, penurunan, maupun yang tetap.

Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah:

- $H_1$ : perubahan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap future earnings.  
 $H_2$ : perubahan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap rata-rata excess return.

## SAMPEL DAN DATA

### Sampel

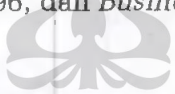
Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listing* di BEJ yang setidaknya tidaknya telah mengumumkan dividen sejak tahun 1992. Alasannya adalah, perusahaan-perusahaan tersebut diharapkan sudah mempunyai trend yang cukup panjang sehingga data yang

dapat diamati menjadi lebih baik. Sampel yang dipilih didasarkan pada kriteria tertentu (*purposive sampling*), yaitu; (1) Sampel merupakan perusahaan manufaktur yang membayar dividen tunai setidaknya-tidaknnya sejak tahun 1992. (2) Emiten tidak mengeluarkan publikasi informasi akuntansi yang lain selama tahun 1994 sampai 1996 sejak publikasi dividen tunai dilakukan, seperti publikasi *stock split*, *bonus share*, dividen saham pada tahun tersebut.

Penelitian ini mengamati pengaruh perubahan dividen terhadap *future earnings* yang terjadi pada perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta pada periode 1994 sampai 1996.

### Sumber Data

Untuk mendapatkan data yang cukup mengenai nilai dividen pada tahun 1993 dan 1994, *earnings* sebelum item-item *extraordinary* dari laporan keuangan perusahaan pada tahun 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, *market value* dari saham pada awal tahun 1994, harga saham dan indeks harga saham gabungan pada periode pengamatan (periode bulanan pada t-18, t-12, t-6, t0, t6, t12, t18, t24, dan periode harian t-3, t-2, t-1, t0, t1, t2) maka, penelitian ini menggunakan sumber data yang diambil dari Indonesian Capital Market Directory edisi tahun 1993, 1994, 1995, 1996, 1997 dan JSX Monthly Statistics tahun 1993 sampai 1996, dan *Business News*.



### METODOLOGI PENELITIAN

#### Definisi Variabel

Dalam penelitian variabel utama yang digunakan adalah *earnings* perusahaan dan dividennya. *Earnings* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *income* sebelum item-item *extraordinary*. Hal ini dimaksudkan untuk meniadakan komponen-komponen *extraordinary* yang munculnya secara *transitory*. Variabel *earnings* ini kemudian dideflasi dengan menggunakan nilai pasar dari modal awal tahun.

Variabel utama yang lain sebagai variabel independen, adalah perubahan dividen. Dalam hal ini dividen yang ditentukan adalah nilai perubahan dividen yang merupakan selisih nilai dividen pada tahun 1993 dan nilai dividen pada tahun 1994. Kemudian selisih nilai dividen tersebut dideflasi dengan menggunakan nilai dividen tahun 1993. Dalam penelitian ini dividen dikelompokkan atas dividen yang mengalami kenaikan, dividen yang mengalami penurunan, dan dividen yang tidak mengalami perubahan sama sekali pada periode pengamatan. Metode ini juga digunakan oleh Michaely & Villa (1996), kemudian digunakan juga oleh Bernartzi et al. (1997).

Adapun secara *cross sectional* skala perubahan tampak dalam notasi berikut:

$$\Delta Div_{i,0} = \frac{Div_{i,0} - Div_{i,-1}}{Div_{i,-1}}$$

di mana :

- DDiv<sub>i,t</sub> = perubahan dividen perusahaan i pada tahun t.  
 D<sub>i,t</sub> = dividen perusahaan i pada tahun t.  
 D<sub>i,t-1</sub> = dividen perusahaan i pada tahun t-1.

## Metode Analisa

### 1. Analisa Kategorikal

Setelah perusahaan-perusahaan tersebut dikelompokkan dalam klasifikasinya maka kemudian dihitung perubahan *earnings* yang terjadi untuk tahun t<sub>0</sub> (1994), t<sub>2</sub> (1995), t<sub>3</sub> (1996). De Angelo, Harry, Linda De Angelo, dan Douglas Skinner (1996) menghitung perubahan tersebut dengan menghitung selisih *earnings* pada tahun t dengan tahun t-1 yang kemudian dideflasi dengan nilai pasar dari ekuitas pada awal tahun pengamatan (MV<sub>i,0</sub>). Bernartzi et al. Menggunakan model tersebut untuk menghitung *unexpected earnings*, notasi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$UE_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{MV_{i,0}}$$

Di mana :

- UE<sub>i,t</sub> = *unexpected earnings* perusahaan i pada tahun t.  
 E<sub>i,t</sub> = *raw earnings* perusahaan i pada tahun t.  
 E<sub>i,t-1</sub> = *raw earnings* perusahaan i pada tahun t-1.  
 MV<sub>i,0</sub> = adalah *market value* dari modal (*equity*) perusahaan pada perdagangan perdana pada tahun ke 0.

Kemudian untuk menilai signifikansi dari *unexepected earnings* antara kelompok perusahaan yang mengalami penurunan atau yang mengalami kenaikan dividennya dengan kelompok perusahaan yang tidak mengalami perubahan maka dihitung nilai t-statistiknya

$$t = \frac{(\overline{UE}_1 - \overline{UE}_2)}{\sqrt{S^2 \left[ \left( \frac{1}{n_1} \right) - \left( \frac{1}{n_2} \right) \right]}}$$

di mana :

$\overline{UE1}$  = adalah *mean unexpected earnings* dari perusahaan perusahaan yang dividennya mengalami perubahan

$\overline{UE2}$  = adalah *mean unexpected earnings* dari perusahaan yang dividennya tidak mengalami perubahan.

$S^2$  = pengelompokan *variance* secara *cross sectional*.

$n_1$  = jumlah perusahaan yang dividennya mengalami perubahan.

$n_2$  = jumlah perusahaan yang dividennya tidak mengalami perubahan .

Perhitungan UE diatas didasarkan atas asumsi bahwa *earnings* diamati secara random (lihat tabel 1 Panel A). Hasil yang didapatkan, mean UE t0 kategori dividen naik, adalah 922.123, pada t1 menjadi 157.084, dan pada t2 turun menjadi 26.855. Pengujian yang dilakukan dengan menggunakan *student t-test* didapatkan hasil, mean UE tahun ke 0,1,2 tidak signifikan dengan dividen yang berubah maupun dengan dividen yang tidak berubah. Pengujian selanjutnya menggunakan *Wilcoxon test* terhadap median UE pada tahun ke 0,1,2 pada tiga kategori diatas didapatkan hasil bahwa perubahan UE tidak signifikan dengan dividennya.

Kemudian untuk menghilangkan efek industri, maka dilakukan pengembangan model UE dengan suatu *adjustment*. Asumsi yang digunakan dalam *adjustment* tersebut adalah, bahwa *expected earnings* perusahaan pada tahun t sama dengan *earnings* perusahaan pada tahun t-1 ditambah dengan rata-rata perubahan *earnings* perusahaan pada industri yang sama. Selanjutnya dibandingkan kelompok perusahaan yang mengalami perubahan dengan kelompok perusahaan dalam industri yang sama yang tidak mengalami perubahan. Pemodelan dari asumsi diatas dapat dinotasikan sebagai berikut,

$$UE_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{MV_{i,0}} - \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{(E_{j,t} - E_{j,t-1})}{MV_{j,0}}$$

dimana  $J$  merupakan kelompok industri yang sama,  $j = 1,2,3,\dots$

Dari model Ue diatas didapatkan hasil (Panel B), UE kaegori dividen naik, tahun t0 = -891.844, t1 = -826.883, t2 = -957.111. Pengujian menggunakan *student t-test* didapatkan hasil bahwa perubahan UE tidak signifikan terhadap dividennya pada tiga kategori diatas. Kemudian pengujian menggunakan *Wilcoxon test* terhadap median (t0 = -979.539, t1 = -979.167, t2 = -984.208) ketiganya juga tidak signifikan dengan dividennya.

Pendekatan lain dari pemodelan *earnings* dilakukan dengan mendasarkan pada asumsi bahwa perubahan yang terjadi secara *random* akan mengikuti perubahan yang terjadi pada dividennya. Asumsi yang pertama adalah, *earnings* pada tahun t0 akan sama dengan *earnings* pada tahun t-1 ditambah rata-



rata tingkat pertumbuhan *earnings* dari tahun t-2 sampai tahun t-1. Metode yang kedua adalah dengan melakukan kontrol terhadap tingkat pertumbuhan *earnings* pada tahun sebelum pengamatan untuk melihat trend dari *market earnings*. Dalam penelitiannya Bernartzi et al. (1997) mengelompokkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan dari t-5 sampai dengan t-1. Akan tetapi dalam penelitian ini *earnings* yang digunakan hanya dari t-2 sampai t-1. Metode ini mempresentasikan koreksi perubahan *earnings* selama 2 tahun sebelum tahun pengamatan t0. Model dari metode tersebut dapat dipresentasikan sebagai berikut

$$UE_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1}) - \frac{1}{2}(E_{i,t-1} - E_{i,t-2})}{MV_{i,0}}$$

Hasil yang didapatkan dari modek UE diatas, kategori dividen naik, adalah sbb; mean t0 = 44.021, t1 = 108.982, t2 = -21.246, median t0 = 2.771, t1 = 3.379, t2 = 2.370. Pengujian menggunakan *Student t-test* terhadap mean maupun pengujian Wilcoxon test terhadap mediannya, hasilnya menunjukkan perubahan *earnings* tidak signifikan terhadap dividennya.

Kemudian kita juga menghitung *expected earnings* pada tahun t1 yang sama dengan t-1 ditambah rata-rata perubahan *earnings* perusahaan perusahaan yang tidak mengalami perubahan dividennya pada tahun t-1. Karena keterbatasan data yang dimiliki maka penelitian dilakukan dengan asumsi bahwa pertumbuhan *earnings* yang dikontrol hanya sampai pada t-2, yang berarti kontrol *earnings* untuk jangka panjang akan sama dengan kontrol *earnings* tahun t-1. Model yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$UE_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{MV_{i,0}} - \frac{1}{Q} \sum_{q=1}^Q \frac{(E_{q,t} - E_{q,t-1})}{MV_{q,0}}$$

dimana, Q merupakan adalah perusahaan perusahaan dalam klasifikasi yang sama, q= 1,2,3,...

Pada model yang keempat didapatkan, mead dividen naik pada t0 = 75.062, t1 = 211.485, t2 = 31.004, sedangkan median pada t0 = -12.632, t1 = 59.2, t2 = 3.908. Pengujian yang dilakakn menggunakan *student t-test* maupun dengan *wikcoxon test* mmmmmenunjukkan bahwa *earning* tidak signifikan dengan dividennya.

**TABEL 1**  
**Earnings yang Mengikuti Dividennya**

| Kategori dividen | Tahun 0   |          | Tahun 1   |          | Tahun 2  |          |
|------------------|-----------|----------|-----------|----------|----------|----------|
|                  | Mean      | Median   | Mean      | Median   | Mean     | Median   |
| <b>Panel A</b>   |           |          |           |          |          |          |
| Turun            | -24.478   | 0.012    | 6.147     | 0.252    | 55.208   | 1.049    |
| Tetap            | 17.060    | 0.068    | -54.401   | -8.944   | 24.791   | 0.285    |
| Naik             | 92.123    | 4.428    | 157.084   | 4.799    | 26.855   | -0.241   |
| <b>Panel B</b>   |           |          |           |          |          |          |
| Turun            | -1008.445 | -983.954 | -982.692  | -983.715 | -928.759 | -982.918 |
| Tetap            | -966.906  | -983.898 | -1038.368 | -992.911 | -959.174 | -983.681 |
| Naik             | -891.844  | -979.539 | -826.883  | -979.167 | -957.111 | -984.208 |
| <b>Panel C</b>   |           |          |           |          |          |          |
| Turun            | -28.502   | -0.025   | 2.123     | 0.266    | 51.183   | 0.291    |
| Tetap            | 6.026     | 0.221    | -65.436   | -7.584   | 16.757   | -0.440   |
| Naik             | 44.021    | 2.771    | 108.982   | 3.379    | -21.246  | -2.370   |
| <b>Panel D</b>   |           |          |           |          |          |          |
| Turun            | -41.538   | -17.048  | 60.548    | 54.652   | 59.357   | 5.198    |
| Tetap            | 0.000     | -16.739  | -7.89E-16 | 45.457   | 28.941   | 4.434    |
| Naik             | 75.062    | -12.632  | 211.485   | 59.200   | 31.004   | 3.908    |

## 2. Analisa Regresi

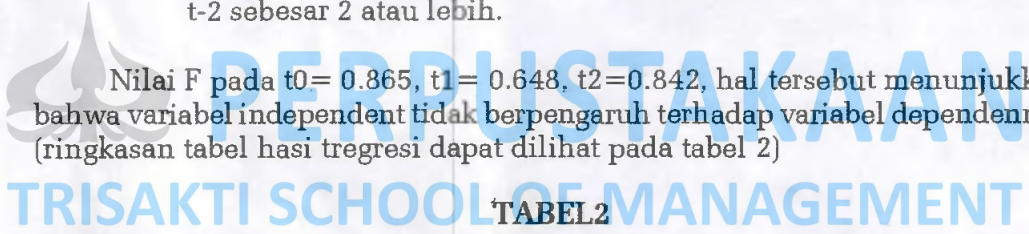
Dalam penelitiannya, Bernartzi et al. (1997) menggunakan persamaan regresi dengan menyertakan faktor-faktor eksternal yang dikuantifikasi dengan menggunakan estimasi nilai konstanta dan faktor pengganggu pada nilai tertentu. Untuk melihat signifikansi dan korelasi antar variabel dari periode-periode pengamatan yang dilakukan maka dapat ditarik persamaan regresinya dengan pengembangan *Univariate Regression Models*.

$$\frac{\Delta E_{i,t}}{P_{i-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta Div_{i,0}}{Div_{i,-1}} + \beta_2 * I_{i,0} \downarrow * \frac{\Delta Div_{i,0}}{Div_{i,-1}} + \gamma * Dummy_{i,0} + \varepsilon_{i,t}$$

dimana:

- $\frac{\Delta E_{i,t}}{P_{i,-1}}$  = adalah perubahan *earnings* sebelum item- item *extraordinary* yang dideflasi dengan menggunakan *market value* atau *price* dari *equity* pada tahun t-1; yang merupakan variabel dependen.
- $\Delta Div_{i,0}$  = adalah selisih antara dividen pada tahun t-1 dengan dividen tahun t-0. Variabel ini dideflasi menggunakan  $Div_{i,-1}$ , yang mana merupakan dividen per lembar saham pada tahun t-1. Variabel ini merupakan variabel independen.
- $I_{i,0}$  = adalah variabel *dummy* yang mempunyai nilai 1 untuk dividen yang mengalami penurunan atau pemotongan, dan nilai 0 untuk dividen yang mengalami kenaikan atau dividen yang tidak mengalami perubahan sama sekali.
- a = adalah konstanta yang diestimasi dengan menggunakan OLS (*ordinary least square*).
- b = adalah estimasi koefisien yang dihitung menggunakan OLS (*ordinary least square*).
- g = adalah koefisien vektor dari variabel *dummy*.
- Dummy = adalah nilai yang tujukan untuk perubahan *earnings* dari t-1 sampai t-2. *Dummy* akan bernilai 1 apabila perubahan *earnings* pada tahun t-2 sebesar 2 atau lebih.

Nilai F pada  $t_0 = 0.865$ ,  $t_1 = 0.648$ ,  $t_2 = 0.842$ , hal tersebut menunjukkan bahwa variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependennya (ringkasan tabel hasil regresi dapat dilihat pada tabel 2)



**TABEL 2**  
**Ringkasan Hasil Regresi**

|      | $\beta_1$ | $\beta_2$ | F     | R <sup>2</sup> |
|------|-----------|-----------|-------|----------------|
| UE 0 | 62.451    | -11.519   | 0.865 | 0.022          |
| UE 1 | 163.598   | -115.819  | 0.648 | 0.048          |
| UE 2 | -32.918   | 151.04    | 0.842 | 0.025          |

**Excess Return**

*Excess return* digunakan untuk evaluasi *performance* (kinerja) perusahaan pada saat sebelum dan sesudah publikasi dividen. Kemudian *return-return* tersebut dibandingkan dalam *size* yang sama. Pada setiap saham ditentukan *excess return*-nya yang merupakan *compounding* secara geometrik dari return saham dari strategi *buy and hold*, yang kemudian dikurangi kapitalisasi nilai pasar dari *return*-nya yang merupakan *compounding* secara geometrik. Metode yang sama juga digunakan oleh Ritter (1991), dan Loughran dan Ritter (1995).

Dalam penelitian ini *excess return* dihitung pada periode harian dan periode bulanan. Windows selama 5 hari t-2, t-1, t0, t1, t2 untuk periode harian dan t-12, t-6, t0, t6, t12, t18, t24, untuk periode bulanan. Adapun *Excess Return Models* yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$ER_{j(a,t,b)} = \prod_{t=a}^b (1 + R_{jt}) - \prod_{t=a}^b (1 + MR_{jt})$$

dimana:

$ER_{j(a,t,b)}$  = adalah *excess return* perusahaan j dari periode a sampai dengan periode b.

$R_{jt}$  = *raw return* dari perusahaan j pada bulan t

$MR_{jt}$  = kapitalisasi pasar dari *return* pada kelompok tertentu pada bulan tertentu, atau indeks harga saham gabungan periode tertentu.

Karena asumsi penelitian ini menggunakan model *return*, maka *return* dihitung dengan membandingkan *return* periode yang lalu.

$$R_{j,t} = \frac{R_{j,t} - R_{j,t-1}}{R_{j,t-1}}$$

$$RM_{j,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Setelah menghitung *excess return*, kemudian dihitung *average excess return*:

$$\overline{ER} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N ER_j$$

Setelah nilai *average excess return* diketahui, setelah itu dilakukan uji statistik antara *average excess return* terhadap perubahan nilai dividennya. Pengujian statistik ini digunakan untuk menguji hipotesa kedua, yang menguji pengaruh perubahan dividen terhadap *excess return*. Pembuktian tersebut mengambil asumsi bahwa jika nilai dividen mengalami perubahan yang secara signifikan juga terjadi pada *earnings* dimasa yang akan datang, maka pasar akan bereaksi atas perubahan yang terjadi pada *earnings*-nya. Sehingga perubahan-perubahan yang terjadi pada nilai dividennya, akan mempunyai nilai informasi yang dapat menggambarkan keyakinan manajemen bahwa kinerja perusahaan akan mengalami kenaikan yang mengakibatkan kemampuan

perusahaan dalam mendapatkan *earnings* juga meningkat.

Rata-rata *excess return* tersebut diuji menggunakan analisis regresi linear baik pada ER bulanan maupun ER harian. Hasilnya menunjukkan bahwa *excess return* juga tidak signifikan dengan dividennya.

**TABEL 3**

**Rata-rata excess return**

| Dividen        | Turun    | Konstan  | Naik     |
|----------------|----------|----------|----------|
| <b>Bulanan</b> |          |          |          |
| t-12           | 0.588704 | 0.10934  | 0.05594  |
| t-6            | -0.19726 | -0.07976 | -0.08395 |
| t0             | -0.29151 | -0.20535 | -0.09249 |
| t6             | -0.11735 | -0.12068 | -0.15386 |
| t12            | -0.12711 | -0.29572 | -0.17252 |
| t18            | -0.27817 | -0.27141 | -0.07304 |
| t24            | 0.009978 | 0.308097 | 1.43113  |
| <b>Harian</b>  |          |          |          |
| t-2 - t2       | -658.995 | -0.0214  | -229.775 |

**KESIMPULAN**

Berdasarkan pengujian yang dilakukan dan analisa data yang dilakukan, tidak ditemukan bukti yang mendukung bahwa perubahan dividen mempengaruhi *future earnings*, baik pada kategori dividen yang mengalami perubahan maupun dividen yang tidak mengalami perubahan. Pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa perubahan dividen tidak signifikan dengan perubahan *earnings*.

Kedua, tidak ditemukan bukti yang cukup bahwa perubahan dividen mempengaruhi *excess return*. Pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa perubahan dividen tidak signifikan dengan *excess return*nya.

**Keterbatasan Penelitian**

Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Bernartzi et al. (1997), yang menggunakan sampel sebanyak 1025 perusahaan dan dengan jumlah kejadian sebanyak 7186. Bernartzi et al. juga menggunakan metode statistik yang sangat detail dalam metodologi yang digunakan. Walaupun sudah didukung dengan

jumlah data yang cukup lengkap, dengan jumlah sample yang cukup besar, dan dengan metodologi yang bagus, tetapi Bernartzi belum dapat mendapatkan bukti hubungan yang positif antara perubahan dividen dan perubahan *future earnings*.

Penelitian ini dilakukan dengan kesadaran penuh, bahwa penelitian ini mempunyai banyak kelemahan, terutama karena beberapa keterbatasan yang menyangkut dalam hal populasi dan metodologi.

Keterbatasan tersebut dapat terjadi karena, (1) Jumlah perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta masih sangat sedikit bila dibandingkan dengan NYSE. Jumlah sample yang kecil tersebut menyebabkan jumlah kejadian yang dapat diamati juga sedikit. Kemudian hal yang sangat berbeda adalah bahwa fenomena pembagian dividen di Indonesia dilakukan tidak perkuartal. Sehingga jumlah even yang sedikit, sangat mungkin menimbulkan masalah dalam hal kecukupan statistikalnya. (2) Adanya kemungkinan terjadinya kesalahan dalam perumusan model yang digunakan serta kesalahan dalam perumusan statistikalnya yang mengakibatkan salah dalam interpretasi selanjutnya. (3) Keterbatasan dalam hal waktu, dana, dan sumber daya yang lain yang menyebabkan penelitian ini dilakukan dalam kondisi yang sangat terbatas sehingga kemungkinan terjadi kesalahan yang tak terkoreksi mempunyai peluang yang cukup besar, terutama mengenai parameter dan data yang digunakan.

#### REFERENSI

- Abarbanel, Jefferys, and Brian J. Bushee, 1997, *Fundamentals analysis, future earnings, and stock prices*, Journal of Accounting Research, Spring 35.
- Aharony, Joseph, and Itzhak Swary, 1980, *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' return: An empirical analysis*, Journal of Finance 35, 1-12.
- Amsari, Muhammad Ishak, 1994, *Pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di pasar modal Indonesia*, Tesis S2 Pasca sarjana UGM.
- Cryer, D. Jonathan, and Robert B. Miller, 1991, *Statistics for business: Data analysis and modeling*, PWS. KENT Publishing Company, Boston.
- De Angelo, Harry, Linda De Angelo, and Douglas Skinner, 1992, *Dividends and losses*, Journal of Finance 40, 341-371.
- Efendri, 1993, *Faktor faktor yang dipertimbangkan dalam pembayaran kebijakan dividen oleh perusahaan go publik di Indonesia*, Tesis S2 UGM.
- Elton, Edwin J., and Martin J. Gruber, 1995, *Modern portofolio theory and investment analysis: Fifth edition*, John Wiley and Sons.
- Foster, George, 1977, *Quarterly accounting data: Time series properties and predictability results*, Accounting Review 52, 1-21.
- Gonedes, Nicholas J, 1978, *Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividend, income, and extraordinary items*, Journal of Accounting Research, 16, 26-79.
- Gujarati, DamodarN., 1995, *Basic Econometrics*, McGraw Hill International Editions.
- Hamburg, Morris, 1991, *Statistical analysis for decision making, Fifth editions*, The Dryden Press Harcourt Brace Jovanovich College Publishers.
- Harjito, Dwipranoto Agus, 1995, *Pengujian efisiensi pasar modal Indonesia*, Tesis S2 Pasca sarjana UGM.

- Hartono, Jogiyanto, 1998, *Bias dari penggunaan data di MBAR*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia 13, 79-88.
- Hartono, Jogiyanto, 1988, *Bias dari penggunaan model di MBAR*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia 14, 28-36.
- Healy Paul M., and Krishna G. Palepu, 1988, *Earnings information conveyed by dividen initiations and ommissions*, Journal of Finance 21, 149-176.
- IAI, 1994, *Standar Akuntansi Keuangan*.
- John, Kose, and Joseph Williams, 1985, *Dividend dilution, and taxes: A signaling equilibrium*, Journal of Finance 40, 1053-1070.
- Jones, P. Charles, 1998, *Investments: Analysis and management, sixth edition*, Wiley and sons.
- Katrina, Woro, 1998, *Pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham perusahaan dengan mengontrol efek industri dan efek waktu: studi pada PT. BEJ periode 1994-1996*, Skripsi S1 FE UGM.
- Donald E., Kieso and Jerry J. Weygant, 1989, *Intermediate accounting: sixth edition*, John Wiley and Sons.
- Lintner, John, 1956, *Distribution of Incomes of corporations among dividend, retained earnings, and taxes*, American Economic Review 46, 97-113.
- Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 1995, *The new issues puzzle*, Journal of Finance 50, 23-51.
- Michaelly, Roni, Richard H. Thaler, and Kent Womack, 1995, *Price reactions to dividend initiations and ommissions: Overreaction or drift?*, Journal of Finance 50, 1031-1051.
- Miller, Merton, and Kevin Rock, 1985, *Dividend policy under asymeric information*, Journal of Finance 40, 1031-1051.
- Mukesh, Bajaj, and Anand M. Vih, 1995, *Trading behaviour and the unbiased of market reaction to dividend announcement*, Journal of Finance 50.
- Ofer, Aharon R., and Daniel R. Siegel, *Corporate financial policy, informaion, and market expectation: An empirical investigation of dividends*, Journal of Finance 42,889-911.
- Penman, Stephen H., 1983, *The predictive content of earnings forecast and dividends*, Journal of Finance 38,1181-119.
- Petit, R. Richardson, 1972, *Dividends announcement security performance and capital market efficiency*, Journal of finance no.5, 993-1007.
- Ritter, Jay R., 1991, *The long run of performance of initial public offerings*, Journal of finance 46, 3-28.
- Skousen, Fred K., Harold Q. Langendefer, and W. Steve Albrecht, 1993, *Accounting and applications: fourth edition*, South Western publishing, Cicinati, Ohio.
- Watts, Ross, 1973, *The information content of dividends*, Journal of Business 46, 191-211.
- Wibowo, Farid Arif, dan Nur Indriantoro, 1998, *Faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengumuman dividen saham*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia 13, 98-109.