

PENGARUH KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN TERHADAP INFORMASI ASIMETRI DI BURSA EFEK INDONESIA

Efraim Ferdinan Giri

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta, Jalan Seturan
Yogyakarta 55281, Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155
E-mail: efraim@stieykpn.ac.id

ABSTRACT

Bid ask spread theory suggest a positive relationship between the level information asymmetry and the magnitude of the spread. As suggested by the agency and signalling theory for concentrated ownership, payment of dividends conveys information to the market and should reduce information asymmetry. Thus, dividend policy may influence the bid ask spread. But most of companies listed in Jakarta Stock Exchange (now Indonesian Stock Exchange) have concentrated ownership. Maybe rent extraction theory more relevant for information asymmetry in Indonesia. Based on this reasoning, I explore the empirical proposition that a positive effect between dividend yield and bid ask spread exists, *ceteris paribus*. Evidence is consistent with this theory. Even though has positive sign, spread is not affected by dividend cash information.

Keywords: *bid-ask spread, information asymmetry.*

PENDAHULUAN

Market microstructure telah menjadi perhatian penting para akademisi dan merupakan komponen penting dalam penentuan harga sekuritas (Morse dan Ushman, 1983). Harga transaksi merupakan hasil langsung dari tekanan penawaran dan permintaan. Harga transaksi di pasar dealer sangat dipengaruhi oleh *bid-ask spread*. Akan tetapi *market microstructure* juga dipengaruhi oleh informasi lain.

Dealer adalah salah satu partisipan pasar modal. Dealer menghadapi risiko kemungkinan merugi dan akan berusaha memindahkan risiko tersebut kepada partisipan pasar yang lain, misalnya kepada pedagang likuid (*liquidity-traders*). Ketidakpastian yang dihadapi dealer disebabkan karena adanya ketidakseimbangan informasi. Untuk mengurangi ketidakpastian tersebut, dealer membutuhkan informasi. Usaha dealer untuk mendapatkan informasi akan menimbulkan kos informasi (Howe and Lin, 1992). Besarnya ketidakseimbangan informasi yang dihadapi dealer akan tercermin pada *spread* yang ditentukannya.

Banyak cara pandang dan hasil riset yang berkenaan dengan pengaruh informasi pengumuman dividen terhadap asimetri informasi. Dealer atau *Market-makers* menentukan *spread* yang cukup untuk menutupi kos sediaan, kos pemrosesan pesanan, dan kos informasi (Stoll, 1989; Howe and Lin, 1992). Stoll (1989) menyatakan bahwa kos pemilikan sekuritas terdiri atas risiko harga dan *opportunity cost* yang dihubungkan dengan pemilikan sekuritas.

Asimetri informasi antarpedagang dapat diobservasi melalui pola kedatangan informasi, sebab asimetri informasi akan lebih besar sebelum perusahaan emiten mengeluarkan informasi khusus yang signifikan mengenai perusahaannya (Venkatesh and Chiang, 1986). Salah satu sinyal yang dapat digunakan oleh para *dealer* dan para investor adalah kebijakan dividen emiten (Miller and Rock, 1985; Venkatesh and Chiang, 1986). Informasi kebijakan dividen memiliki kandungan informasi yang dapat membantu *market-makers* dan

partisipan yang lain menurunkan tingkat informasi asimetri (Pettit, 1972; Aharony and Swary, 1980). Chiang dan Venkatesh (1988) memprediksi adanya informasi asimetri dengan menggunakan proksi informasi *insider shareholdings*. Sedangkan, Benston dan Hagerman (1974) memprediksi adanya informasi asimetri dengan menggunakan *firm-specific risk*.

Kandungan informasi kebijakan dividen mungkin berhubungan dengan tingkat pembayaran dividen yang diprosikan dengan *dividend-yield* (Howe and Lin, 1992). *Dividend-yield* yang tinggi akan memberikan sinyal bahwa jumlah dividen akan melebihi harapan atau ada aliran kas yang lebih stabil atau keduanya. Pettit (1972) menyatakan bahwa informasi kebijakan perubahan dividen merupakan informasi penting bagi partisipan pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Howe dan Lin (1992) menguji variabel-variabel independen seperti: *dividend-yield*, volume, informasi perdagangan, harga, varian *return*, dan jumlah dealer. Variabel-variabel tersebut pernah diteliti oleh Stoll (1972b; 1985). Mereka memperluas penelitian Stoll dengan menambah dua variabel lain, yaitu ukuran perusahaan (*size*) dan lama waktu terdaftar (*length-of-listing*) di Pasar Over-The-Counter (OTC). Kedua variabel ekstensi tersebut merupakan proksi informasi yang pernah diteliti oleh Barry dan Brown (1984).

Berdasarkan hasil penelitian empiris ditemukan beberapa variabel yang mempengaruhi *spread*, yaitu *dividen-yield*, harga, varian *return*, informasi perdagangan, jumlah dealer, ukuran perusahaan, dan lama waktu terdaftar (Stoll, 1978b; Venkatesh and Chiang, 1986; dan Howe and Lin, 1992). Dalam penelitian ini peneliti akan melakukan pengujian terhadap variabel-variabel tersebut di Bursa Efek Indonesia. Howe and Lin, (1992) menemukan bahwa ada hubungan negatif antara *bid-ask spread (spread)* dengan informasi asimetri, sedangkan Glosten and Milgrom (1985) menemukan yang sebaliknya.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menemukan bahwa (a) ada pengaruh informasi kebijakan dividen terhadap *spread* dan (b) ada perbedaan pengaruh informasi pengumuman dividen pada periode sebelum dan periode sesudah pengumuman terhadap *spread*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi pembayaran dividen tunai kurang berpengaruh menurunkan informasi asimetri yang dihadapi dealer di

BEJ. Selain itu, ada perubahan pola volume perdagangan saham dan lama terdaftar yang mempengaruhi ketidakseimbangan informasi yang dihadapi dealer. Namun, tidak ada perbedaan respons pasar terhadap pengumuman dividen pada periode sebelum dan sesudah pengumuman tersebut.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah (a) memberikan bukti empiris bagi literatur akuntansi mengenai hubungan berbagai faktor yang mempengaruhi informasi asimetri di Bursa Efek Indonesia, (b) mendorong para partisipan pasar modal untuk mempertimbangkan dan memanfaatkan berbagai sinyal berupa informasi yang mempengaruhi *spread* dalam penentuan harga saham secara wajar, dan (c) memberikan dasar bagi penelitian serupa pada masa yang akan datang.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Perusahaan merupakan lokus atau titik temu berbagai hubungan bertipe kontraktual yang ada antara manajemen, pemilik, kreditor, dan pemerintah. Masalah keagenan terjadi jika pihak-pihak yang bekerjasama memiliki kepentingan dan tujuan yang berbeda, sehingga masing-masing memiliki sikap yang berbeda terhadap risiko (Jensen and Meckling, 1976). Teori keagenan menggunakan asumsi sifat manusia yang menyatakan bahwa (a) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri, (b) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa datang, dan (c) manusia selalu menghindari risiko (Eisenhardt, 1989). Selain itu, teori keagenan mengasumsikan bahwa informasi merupakan komoditi yang dapat dibeli. Masalah keagenan dihadapi pula oleh partisipan pasar modal. Salah satu partisipan pasar modal adalah dealer atau *market-makers*. Dealer memiliki daya pikir terbatas terhadap kondisi pada masa datang sehingga kemungkinan menghadapi ketidakpastian. Dealer menghadapi risiko kemungkinan merugi dan berusaha memindahkan risiko tersebut kepada partisipan pasar yang lain, misalnya kepada pedagang likuid. Ketidakpastian yang dihadapi dealer lebih disebabkan oleh adanya ketidakseimbangan informasi. Jika dealer menghadapi masalah ini, maka dealer akan memperbesar *spread* yang ditentukannya.

Informasi asimetri akan menimbulkan kos bagi partisipan pasar modal. Untuk mengurangi tingkat

informasi asimetri, para dealer berusaha lebih keras untuk mendapatkan sinyal tertentu yang dapat dijadikan sebagai informasi untuk mengurangi ketidakpastian yang dihadapinya. Usaha ini menimbulkan kos yang disebut kos informasi (Howe and Lin, 1992). *Market-makers* akan menentukan *spread* yang cukup untuk menutupi kos sediaan, kos pemrosesan pesanan, dan kos informasi (Stoll, 1989; Howe and Lin, 1992). Besarnya *spread* tergantung pada besarnya kos yang terjadi.

Beberapa pedagang efek kemungkinan menggunakan *nonpublic information* tentang kejadian pada masa depan yang mungkin mempengaruhi harga (Venkatesh and Chiang, 1986). Menurut Venkatesh dan Chiang, informasi asimetri antara pedagang dapat diobservasi melalui pola kedatangan informasi. Salah satu sinyal yang dapat digunakan oleh para dealer dan para investor adalah informasi kebijakan dividen emiten (Miller and Rock, 1985; Venkatesh and Chiang, 1986). Informasi kebijakan dividen memiliki kandungan informasi (Pettit, 1972; Aharony and Swary, 1980) dan mencerminkan harapan para partisipan pasar modal mengenai prospek aliran kas masa depan suatu perusahaan.

Glosten and Milgrom (1985) menemukan ada hubungan positif antara *bid-ask spread* (*spread*) dengan informasi asimetri. Glosten dan Harris (1988) menyatakan bahwa besarnya *spread* di New York Stock Exchange secara signifikan ditentukan oleh informasi asimetri. Chiang dan Venkatesh (1988) memprediksi adanya informasi asimetri dengan menggunakan proksi informasi *insider shareholdings*. Sedangkan, Benston dan Hagerman (1974) memprediksi adanya informasi asimetri dengan menggunakan *firm-specific risk*.

Kegiatan pemantauan tersebut menjelaskan hubungan antara pengumuman dividen dengan tingkat informasi asimetri (Howe and Lin, 1992). Howe and Lin menyatakan bahwa kandungan informasi kebijakan dividen mungkin berhubungan dengan tingkat pembayaran dividen yang diprosikan dengan *dividend-yield*. *Dividend-yield* yang tinggi akan memberikan sinyal bahwa jumlah dividen akan melebihi harapan atau ada aliran kas yang lebih stabil atau keduanya.

Penelitian yang berhubungan dengan *bid-ask spread* pernah dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) (Venkatesh dan Chiang, 1986; Chiang and

Venkatesh, 1988; Brooks, 1994; Greenstein and Sami, 1994) dan dipasar Over-The-Counter (OTC) (Stoll, 1989; Howe and Lin, 1992). Selain itu pernah dilakukan di Chicago Board Options Exchange (CBEO) (Choi, Salendro, and Shastri, 1988). Dengan demikian, penelitian mengenai informasi asimetri ini dapat dilakukan di NYSE atau Bursa Efek Indonesia. Namun, para peneliti kurang menjelaskan dan membedakan *dealer-spread* dengan *market-spread* (Hamilton, 1991).

Dealer cenderung menghadapi masalah informasi asimetri. Hal ini disebabkan karena dealer melaksanakan transaksi untuk memperoleh keuntungan. Dealer tidak dapat menentukan secara pasti kepada siapa sekuritasnya akan dijual dan dari siapa sekuritas akan dibeli. Dealer selalu siap untuk membeli sekuritas pada harga tertentu (*bid-price*) dan menjual sekuritas tersebut pada harga tertentu (*ask-price*). Dealer memperoleh kompensasi dari perbedaan kedua harga tersebut atau lebih dikenal dengan sebutan *spread* (Jaffe & Winkler, 1976). *Dealer* atau *Market-maker* selalu memperhatikan kos yang terjadi dalam menentukan harga. *Market-maker* akan menghadapi kos yang potensial yang dapat menyebabkan *market-maker* dapat mengalami kerugian ketika melakukan transaksi dengan individu yang rasional. Volume perdagangan tergantung pada kemampuan relatif investor terhadap *dealer* dalam memprediksi prospek saham tertentu.

Berdasarkan asumsi bahwa *dealer* tidak dapat membedakan pedagang berinformasi dari pedagang tanpa informasi (*liquidity traders*), *dealer* harus menaikkan *spread* untuk melindungi dirinya dari kerugian terhadap pedagang berinformasi (Stoll, 1989). Kos informasi yang tinggi mencerminkan tingkat informasi asimetri yang dihadapi *dealer* semakin tinggi pula. Hal ini ditunjukkan oleh semakin besarnya *spread* (Stoll, 1978a; 1978b; Howe and Lin, 1992). *Dealer* berusaha menurunkan *spread* dengan menggunakan sinyal-sinyal tertentu. Salah satu sinyal yang dapat dipergunakan oleh *dealer* adalah kebijakan dividen emiten. Oleh karena penentuan *spread* dipengaruhi oleh kos informasi, maka seharusnya ada hubungan positif antara *spread* dengan tingkat informasi asimetri (Glosten dan Milgrom, 1985).

Hasil penelitian yang berhubungan dengan kemampuan dividen menurunkan informasi asimetri masih belum konklusif. Miller and Rock (1985)

menyatakan bahwa kebijakan dividen menyediakan informasi harapan para *dealer* mengenai aliran kas emiten pada masa yang akan datang. Jika para *dealer* memperoleh informasi kebijakan dividen dibandingkan dengan partisipan lain, maka kandungan informasi dividen akan menurunkan tingkat informasi asimetri (Howe and Lin, 1992). Informasi kebijakan dividen akan menjamin aliran informasi periodik bagi partisipan pasar modal. Dengan demikian, informasi kebijakan dividen akan menurunkan informasi asimetri (Stoll, 1985; Venkatesh and Chiang, 1986; Howe and Lin, 1992). Howe dan Lin (1992) menyatakan bahwa semakin besar *dividend-yield*, akan mendorong para partisipan lebih sering memperdagangkan sekuritasnya di pasar modal. Pemantauan terhadap aktivitas pasar modal akan memberikan tambahan informasi bagi para partisipan. Dengan demikian, ada hubungan negatif antara *spread* dengan *dividend-yield* (Stoll, 1989; Howe and Lin, 1992).

Brooks (1994) menemukan bahwa *spread* dan komponen *spread* berubah secara signifikan disekitar pengumuman *earnings*, namun pengumuman dividen tidak mengubah *spread* dan komponen *spread* sekuritas yang aktif diperdagangkan. Venkatesh dan Chiang (1986) menyatakan bahwa informasi asimetri meningkat secara signifikan sebelum pengumuman dividen yang diikuti dengan informasi *earnings* atau pengumuman *earning* yang diikuti pengumuman dividen. Menurut mereka, partisipan pasar modal menduga adanya pengumuman nonrutin dan informasi asimetri, jika kedua pengumuman dipisah lebih dari 10 (sepuluh) hari. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen dan *earnings* tidak dapat saling menggantikan. Kebijakan dividen akan menyediakan aliran informasi periodik bagi *dealer* (Howe and Lin, 1992).

Penelitian yang dilaksanakan oleh Pettit (1972) berusaha membuktikan validitas pasar efisien dengan menaksir kecepatan dan keakuratan reaksi harga pasar sekuritas terhadap pengumuman perubahan tingkat pembayaran dividen. Pettit menemukan bahwa perubahan tingkat dividen merupakan informasi penting bagi partisipan pasar. Perusahaan cenderung menaikkan dividen hanya jika ada profitabilitas yang tinggi, yang memungkinkan perusahaan menghasilkan aliran kas yang cukup untuk membayar dividen pada masa yang akan datang. Pettit mengemukakan bahwa

ada hubungan yang erat antara pembayaran dividen dengan aliran kas masa yang akan datang. Dengan demikian perubahan kebijakan dividen akan menyediakan informasi bagi pasar mengenai arus kas jangka panjang suatu perusahaan (Pettit, 1972; Aharony and Swary, 1980). Penelitian Pettit (1980) menemukan bahwa reaksi pasar sangat tinggi saat pembayaran dividen menurun dan meningkat secara substansial.

Aharony dan Swary (1980) melakukan pengujian terhadap kebijakan perubahan dividen kuartalan. Aharony dan Swary (1980) menemukan bahwa pengumuman dividen menyediakan informasi yang bermanfaat bagi partisipan pasar modal, selain informasi *earnings*. Semua penelitian di atas menggunakan *signaling theory*. Teori ini sesuai untuk kondisi pemilihan yang terdistribusi.

Apabila struktur kepemilikan terkonsentrasi, maka dividen memberikan informasi mengenai konflik yang terjadi antara pemegang saham dominan dan pemegang saham minoritas. Bagi pemegang saham minoritas, pembayaran dividen akan menurunkan masalah *free cash flow* atau memberikan sinyal tertentu (Bena & Hanaousek, 2006).

Demsetz and Lehn (1985) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi pengendalian terhadap kemanfaatan pribadi di US. Zingales (1994) menunjukkan bahwa eskpropriasi dilakukan oleh pemegang saham besar secara signifikan terjadi di Italia. Faccio, Lang, and Young (2001) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Eropa membayar dividen lebih besar dibandingkan dengan di Asia. Glosten and Milgrom (1985) menemukan bahwa ada hubungan positif antara *bid-ask spread (spread)* dengan informasi asimetri.

Untuk kasus Indonesia, besarnya dividen ditentukan dalam mekanisme rapat umum pemegang saham (RUPS). Dalam RUPS pemegang saham besar akan lebih berperan menentukan besarnya dividen. Besarnya dividen memberikan informasi secara implisit tentang kemungkinan terjadinya ekstraksi oleh pemegang saham mayoritas kepada pemegang saham minoritas. Informasi ini tidak secara eksplisit tersedia sehingga akan menaikkan tingkat informasi asimetri dan *bid-ask spread*. *Spread* memiliki hubungan positif dengan pengumuman pembayaran dividen. Dengan demikian, hubungan antara kebijakan dividen dan

tingkat informasi asimetri dapat disusun hipotesis berikut ini:

H1: *Dividend-yield* berpengaruh positif terhadap *spread*

Pettit (1972) mengemukakan bahwa jika hanya sebagian kecil informasi (informasi dividen saja) yang digunakan dalam suatu penelitian, maka kekonsistenan yang dihasilkan tidak dapat membuktikan bahwa suatu teori benar, namun hanya memberikan dukungan konfirmasi saja. Oleh karena itu, penelitian ini tidak hanya akan menguji hubungan antara *spread* dengan pengumuman dividen saja, tetapi juga menguji informasi lain. Stoll (1978b; 1985) melakukan studi empirik mengenai hubungan antara *bid-ask spread* dengan berbagai variabel seperti harga, volume perdagangan, varian *return*, informasi perdagangan dan jumlah *dealer*. Variabel-variabel tersebut dapat merupakan proksi kos pemilikan saham, kos pemesanan dan kos informasi (Stoll, 1978a; 1978b; Howe and Lin, 1992).

Demsetz (1968) menyatakan bahwa *dealer* menyediakan jasa kesegeraan sebab *dealer* selalu siap membeli dan menjual kembali saham tertentu. Salah satu fungsi penyediaan jasa kesegeraan adalah harga. Harga sekuritas menentukan kos per lembar saham (harga-*ask* dikurangi harga-*bid*). *Dealer* memperoleh kompensasi dengan membeli saham pada harga P^b , yang umumnya lebih rendah dari "true price," P^* , dan menjual saham pada harga P^j , yang biasanya lebih besar dari "true price." *Spread* digunakan dealer untuk menutupi kos yang potensial terjadi. Jika *dealer* menentukan harga pada kos marginal, maka persentase *spread* menurut Stoll (1978b) dapat dihitung dengan rumus: $(P^j - P^b)/P^*$. *Dealer* menggunakan informasi harga untuk mengurangi informasi asimetri yang dihadapinya. Howe dan Lin menemukan bahwa rerata harga *bid* dan *ask* pada akhir tahun berhubungan secara negatif dengan *spread*. Besarnya kos pemesanan dipengaruhi oleh nilai transaksi. Kos pemesanan merupakan kos tetap untuk setiap transaksi perdagangan. *Spread* diharapkan semakin rendah untuk harga saham yang semakin tinggi. *Spread* memiliki hubungan negatif dengan harga saham (Stoll, 1978b).

Periode pemilikan saham dipengaruhi oleh volume perdagangan, sebab kemungkinan besar dealer akan mengubah posisi pemilikan sahamnya pada saat perdagangan saham aktif. Semakin tinggi volume

perdagangan saham akan menurunkan kos pemilikan saham, sehingga menurunkan *spread*. Perbedaan *spread* saham tergantung pada variabilitas harapan periode pemilikan saham tertentu. Periode pemilikan saham tergantung pada risiko saham. Risiko saham dapat diukur dengan volume perdagangan (Stoll, 1978b). Nilai transaksi merupakan nilai harapan dari informasi yang dimiliki oleh pembeli dan penjual. Volume perdagangan akan tergantung pada kemampuan relatif investor dalam memprediksi risiko pemilikan saham tertentu dibandingkan dengan dealer (Jaffe and Winkler, 1972). Volume perdagangan memiliki hubungan negatif dengan *spread* (Stoll, 1978b; Howe and Lin, 1992). Berdasarkan uraian di atas dapat disusun hipotesis berikut ini:

H2: Volume perdagangan saham berpengaruh negatif terhadap *spread*

Howe and Lin (1992) mengekstensi hasil penelitian Stoll (1985) dan menemukan bahwa *spread* dipengaruhi pula oleh ukuran perusahaan dan lama waktu terdaftar suatu sekuritas. Menurut Howe dan Lin, kedua variabel tersebut telah dipakai sebagai proksi informasi oleh Barry dan Brown (1984). Howe dan Lin menemukan bahwa ukuran perusahaan dan lama waktu terdaftar memiliki hubungan terbalik dengan *spread*. Ukuran perusahaan seringkali dilihat oleh partisipan pasar modal sebagai kondisi yang menunjukkan kemampuan perusahaan menyediakan informasi berkualitas. Berdasarkan uraian di atas dapat disusun hipotesis berikut ini:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *spread*

Howe and Lin (1992) dan Stoll (1985) menemukan bahwa *spread* dipengaruhi pula oleh lama waktu terdaftar (*length of listing*) suatu sekuritas di pasar modal. Perusahaan-perusahaan yang telah lama terdaftar di pasar modal memiliki pengetahuan yang cukup mengenai berbagai informasi yang harus dijelaskan kepada publik. Selain itu, perusahaan yang lama terdaftar memiliki kebiasaan mengungkapkan berbagai informasi yang diperlukan oleh partisipan pasar modal. Semakin besar ukuran perusahaan dan semakin lama terdaftar di bursa saham akan menurunkan *spread*. Berdasarkan uraian di atas dapat disusun hipotesis berikut ini:

H4: Lama waktu terdaftar berpengaruh negatif terhadap *spread*

Stoll (1978b) menemukan bahwa *dealer* memiliki harapan memperoleh negatif *abnormal return* setelah pembelian saham dan positif *abnormal return* setelah transaksi penjualan saham. Nilai harapan *dealer* dipengaruhi oleh kos informasi yang terjadi. Stoll juga menemukan bahwa secara mendasar perbedaan *spread* saham tergantung pada variabilitas *return* saham dan periode pemilikan saham tertentu. Variabilitas *return* saham mewakili risiko saham yang dihadapi *dealer*. Risiko saham yang semakin tinggi menyebabkan *dealer* berusaha menutupinya dengan *spread* yang lebih besar. Dengan kata lain, ada hubungan positif antara varian *return* dengan *spread* (Stoll, 1978b; Howe and Lin, 1992).

Investor menggunakan informasi untuk memprediksi kondisi saham (misalnya, informasi perdagangan, ukuran perusahaan, atau lama waktu terdaftar) tertentu di masa yang akan datang. Perdagangan saham adalah fungsi dari jumlah informasi yang dimiliki para investor (Jaffe dan Winkler, 1972). Berdasarkan uraian di atas dapat disusun hipotesis berikut ini:

H5: Varian *return* berpengaruh positif terhadap *spread*

Data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari data perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEJ) selama 2 (dua) tahun dari tahun 2003 sampai dengan 2004. Seleksi data, koleksi data, model empiris, ukuran variabel dan analisis akan diuraikan berikut ini. Ada dua hal yang akan diuraikan disini, yaitu: cara pemilihan data dan sumber data. Cara pemilihan sampel dilakukan secara tidak random atau bersifat *purposive*. *Purposive sampling* adalah penentuan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Sampel saham yang dipilih adalah saham-saham yang membayar dividen tunai, namun tidak mengeluarkan dividen saham, pemecahan saham, atau mengeluarkan kebijakan *stock-rights*. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya ambiguitas yang disampaikan oleh informasi-informasi tersebut. Penentuan sampel dilakukan secara purposif dengan memilih perusahaan-perusahaan emiten yang mengumumkan dan membayar dividen tunai, tanpa membedakan apakah dividen tersebut merupakan dividen tahunan atau dividen in-

terim. Hal ini disebabkan karena penelitian ini menekankan pada pengujian arah pengaruh variabel-variabel independen.

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber, yaitu (a) daftar perusahaan-perusahaan yang membayar dividen di Bursa Efek Indonesia, harga, dan volume perdagangan berasal dari *Indonesian Security Market Database* (ISMD) yang diterbitkan oleh Pusat Pengembangan Akuntansi UGM; (b) data ukuran perusahaan berasal *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003 (ICMD); (c) lama waktu terdaftar berasal dari ICMD tahun 2003. Data yang dikumpulkan adalah data historik tahun 2003 dan 2004. Pemilihan data selama dua tahun tersebut didasari alasan, bahwa selama periode tersebut BEJ dalam kondisi mapan dan data yang dibutuhkan cukup tersedia. Penelitian ini menggunakan *pooling data*. Salah satu keuntungan penggunaan data seperti ini adalah dapat mengikuti perubahan yang terjadi dari waktu ke waktu (Cooper and Emory, 2003).

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan dan nonkeuangan saham-saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2003 dan 2004. Data keuangan terdiri atas harga penutupan, varian *return*, nilai rupiah perdagangan, harga permintaan beli (*bid-price*) dan harga penawaran jual (*ask-price*), dan *dividend-yield*. Sedangkan data nonkeuangan yang dipergunakan sebagai variabel bebas dalam riset ini adalah data lama waktu terdaftar. Ada 82 tanggal pengumuman dividen yang dipilih untuk diteliti pada tahun 2003, dan 117 data pengumuman dividen pada tahun 2004. Tabel 1, merupakan deskripsi data yang dipilih dalam penelitian ini.

Tabel 1
Deskripsi Data Perusahaan
yang Mengumumkan Dividen
Selama Tahun 2003 dan 2004

Kriteria	2003	2004
Pengumuman dividen	117	181
Dividen bonus, <i>stock split</i>	4	10
Tidak aktif	31	54
Total sampel	82	117

Penelitian ini ingin menguji hubungan antara *bid-ask spread* dengan *dividend yield* saham biasa. Peneliti akan menguji pengaruh variabel *dividend-yield*, harga, dan volume, dan variabel-variabel penjelas terhadap *spread* dalam periode penelitian sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Peneliti menentukan periode penelitian (*windows period*) selama sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari sesudah pengumuman dividen, seperti yang dipergunakan Morse dan Ushman (1983) dan Aharony dan Swary (1980).

Saham-saham emiten yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yang aktif diperdagangkan selama periode penelitian, dan membayar dividen tunai (perusahaan yang membagikan dividen saham dikeluarkan dari sampel penelitian ini). Penelitian ini akan menguji pengaruh pengumuman kebijakan pembayaran dividen tunai terhadap *spread* sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman. Untuk menguji pengaruh pembayaran dividen dan variabel penjelas lainnya menggunakan model empiris, sebagai berikut ini:

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIYE_{it} + \beta_2 VOL_{it} + \beta_3 LAMA_{it} + \beta_4 UKUR_{it} + \beta_5 VAR_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

SPREAD_{it} = Spread; DIYE_{it} = Dividend-Yield; VOL_{it} = Volume Perdagangan; UKUR_{it} = Ukuran Perusahaan; LAMA_{it} = Lama Waktu Terdaftar; VAR_{it} = Varian Return; i = hari ke-i; t = tahun ke-t dari 2003 sampai dengan 2004.

Untuk mengetahui perbedaan pengaruh pengumuman dividen dan variabel-variabel penjelas lainnya pada periode sesudah pengumuman dividen, peneliti akan menguji kembali model tersebut. Ada beberapa variabel yang akan diuji dalam penelitian ini, yaitu (a) *spread* (sebagai variabel dependen), dan (b) *dividend yield*, harga, volume perdagangan, varian *return*, *turnover*, ukuran perusahaan, dan lama waktu terdaftar (sebagai variabel independen).

Spread ditentukan dalam bentuk proporsi berdasarkan harga tawaran jual dan harga permintaan beli. Peneliti menggunakan rumus yang dipergunakan Howe and Lin, 1992; Stoll, 1978b; Morse and Ushman, 1983 dalam menentukan persentase *spread*, yaitu % $Spread = (Ask - Bid) / \{(Ask + Bid)/2\}$. *Dividend yield* merupakan rata-rata jumlah dividen yang dibayar dibagi dengan rata-rata harga penutup selama periode penelitian tahun 2003 dan 2004. Volume perdagangan adalah rata-rata rupiah volume perdagangan saham dikalikan dengan harga penutup selama periode penelitian dibagi jumlah hari penelitian. Varian *return* adalah varian *return* harian sebagai selisih harga penutup hari ke _t dengan _{t-1}, dibagi harga _{t-1} selama periode penelitian. Ukuran perusahaan adalah nilai pasar ekuitas. Ukuran perusahaan dihitung dengan mengalikan jumlah saham biasa beredar dengan harga penutupan. Lama waktu terdaftar yaitu jangka waktu saham tertentu terdaftar pertama kali dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia sampai tanggal pengumuman dividen pada tahun 2003 dan 2004.

Oleh karena penelitian ini ingin menguji pengaruh dan arah hubungan, maka alat statistik yang sesuai untuk tujuan tersebut adalah metoda regresi berganda. Berikut ini tahapan penyiapan data dan pengujian data menggunakan metoda regresi; (a) melakukan pengujian asumsi klasik untuk menguji normalitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Normalitas data akan diuji dengan Jarque Bera Normality Test. Heteroskedastisitas diuji dengan White Test. Gejala autokorelasi dideteksi dengan Serial Correlation LM-Test. Oleh karena data yang terindikasi tidak normal, maka data diperhalus ke dalam bentuk logaritma. Sebenarnya hal ini tidak harus dilakukan, sebab tujuan pengujian tidak menguji besarnya pengaruh dan sensitivitas, namun hanya adanya pengaruh dan arah pengaruhnya saja; (b) data penelitian dikelompokkan

ke dalam dua periode penelitian, yaitu periode 10 hari sebelum + 1 hari saat pengumuman dividen dan periode 10 hari setelah pengumuman dividen; (c) untuk setiap periode penelitian dilakukan dua model pengujian regresi, yaitu menguji hubungan pengaruh variabel DIYE dengan *Spread* dan menguji hubungan pengaruh variabel DIYE dan variabel penjas dengan *Spread*; dan (d) melakukan pengujian pengaruh berbagai variabel terhadap *spread* untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Proses ini dilakukan membandingkan hasil regresi sebelum pengumuman dividen dan sesudah pengumuman.

HASIL PENELITIAN

Untuk menerapkan Metoda *Ordinary Least Square* (OLS) maka perlu dilakukan pengujian pemenuhan asumsi klasik. Berdasarkan Tabel 2, nilai residual pada semua model tidak berdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien Jarque Bera yang signifikan dan perbedaan nilai rata-rata dan median yang sangat lebar dengan skewness positif. Asumsi lainnya pun tidak semuanya terpenuhi. Setelah variabel ditransformasi ke dalam bentuk logaritma lebih banyak asumsi klasik yang terpenuhi, namun untuk kondisi setelah pengumuman tidak semua asumsi terpenuhi.

menguji pengaruh variabel DIYE terhadap SPREAD peneliti menggunakan Metoda Regresi *Generalized Method of Moments* (GMM). Berdasarkan metoda ini prediksi dapat dilakukan tanpa terlalu mempertimbangkan pengaruh heteroskedastisitas atau autokorelasi dalam data.

GMM adalah metoda estimasi yang *robust* yang tidak membutuhkan informasi distribusi error secara tepat. Estimasi GMM didasarkan pada asumsi bahwa *disturbances (error)* dalam persamaan tidak berhubungan dengan variabel instrumental. GMM akan memilih parameter yang menyebabkan korelasi antara instrumen dan *disturbance* sedapat mungkin mendekati nol seperti didefinisikan oleh fungsi kriteria. Dengan memilih matriks pembobotan secara tepat, GMM dapat menyebabkan heteroskedasticity dan/atau autocorrelation yang *robust* menjadi bentuk yang tidak diketahui (www.eviews.com).

Berdasarkan data pada Tabel 3a dan 3b, *mean* dan median data memiliki nilai yang berbeda. Hal ini menunjukkan data tidak simetris. Apabila dilihat pada faktor skewness, ada lima variabel yang memiliki skewness bertanda positif dan sisanya bertanda negatif. Rentang nilai setiap variabel bervariasi sangat lebar, ini menunjukkan adanya penyimpangan data yang cukup besar dari rata-ratanya. Deviasi standar

Tabel 2
Uji Asumsi Klasik Data Sebelum dan Setelah Pengumuman; Sebelum dan Setelah Transformasi

Asumsi Klasik	Sebelum Pengumuman		Sesudah Pengumuman	
	Sebelum Transformasi	Transformasi	Belum Transformasi	Transformasi
Normalitas (JB)	2727	3934*	7114	1,320*
Otokorelasi (LM Test)	3,374*	5.38*	4,992	64,51
Heteroskedastisitas (White Test)	0,222*	13.51*	0,071*	46,45
Linearitas (Ramsey Test)	18,020*	0.056*	9,83*	0,080*

* Terpenuhi

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik metoda OLS tidak dapat diterapkan. Namun distribusi *disturbance* data logaritma lebih halus dibandingkan data yang tidak ditransformasi ke dalam bentuk log. Untuk menguji hipotesis peneliti akan menggunakan data yang ditransformasi ke dalam bentuk logaritma. Untuk

menunjukkan variabilitas data relatif tidak terlalu tinggi. Apabila dibandingkan dengan nilai rata-rata setiap variabel memiliki deviasi standar lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Tabel 3a
Deskripsi Data Sebelum Pengumuman Dividen

	<i>SPREAD</i>	<i>DIYE</i>	<i>VOL</i>	<i>UKUR</i>	<i>LAMA</i>	<i>VAR</i>
<i>Mean</i>	0.026005	0.056053	6.27E+09	6.37E+12	9.402856	0.001576
<i>Median</i>	0.012212	0.032632	2.33E+08	5.96E+11	9.105410	0.000672
<i>Maximum</i>	0.266624	1.994435	8.50E+10	1.96E+14	23.85833	0.039815
<i>Minimum</i>	0.001419	0.000627	406750.0	3.33E+09	0.247220	0.000000
<i>Std. Dev.</i>	0.038046	0.159160	1.56E+10	1.97E+13	6.142621	0.003596

Tabel 3b
Deskripsi Data Sesudah Pengumuman Dividen

	<i>SPREAD</i>	<i>DIYE</i>	<i>VOL</i>	<i>UKUR</i>	<i>VAR</i>	<i>LAMA</i>
<i>Mean</i>	0.029022	0.052342	6.58E+09	6.49E+12	0.036790	9.415671
<i>Median</i>	0.010599	0.031958	2.66E+08	6.27E+11	0.000538	9.138890
<i>Maximum</i>	0.463805	1.647224	1.66E+11	2.05E+14	6.918175	23.85833
<i>Minimum</i>	0.001468	0.000603	20454.55	3.56E+09	0.000000	0.244440
<i>Std. Dev.</i>	0.052303	0.136660	1.92E+10	2.04E+13	0.492799	6.132431

Ada empat hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini. Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan memperhatikan tingkat signifikansi koefisien dan arah hubungan masing-masing variabel. Berdasarkan

analisis regresi berganda diperoleh parameter, koefisien regresi, dan *r-value* setiap variabel pada setiap model, seperti tampak pada Tabel 4a dan 4b.

Tabel 4a
Hasil Uji Regresi Berganda Untuk Data Sebelum Pengumuman Dividen
Pendekatan *Generalized Method of Moment* (GMM)

Parameter	<i>C</i>	<i>LDIYE</i>	<i>LVOL</i>	<i>LLAMA</i>	<i>LUKUR</i>	<i>LVAR</i>
Koefisien	3,18 (4,69)*	0,07 (1,18)	-0,25 (-9,43)*	-0,12 (-1,77)***	-0,03 (-0,74)	0,29 (5,47)*

*signifikan pada level 1 persen; ** signifikan pada level 5 persen dan
 *** signifikan pada level 10 persen

Tabel 4b
Hasil Uji Regresi Berganda Untuk Data Sesudah Pengumuman Dividen
Pendekatan *Generalized Method of Moment* (GMM)

Parameter	<i>C</i>	<i>LDIYE</i>	<i>LVOL</i>	<i>LLAMA</i>	<i>LUKUR</i>	<i>LVAR</i>
Koefisien	2,94 (3,70)*	0,02 (0,31)	-0,29 (-9,85)*	-0,13 (-1,88)***	-0,01 (-0,23)	0,23 (3,95)*

*signifikan pada level 1 persen; ** signifikan pada level 5 persen dan
 *** signifikan pada level 10 persen

Berdasarkan Tabel 4a, nampak bahwa variabel DIYE memiliki pengaruh positif, namun tidak signifikan. Ini berarti bahwa variabel DIYE tidak berpengaruh terhadap variabel *SPREAD*. Kondisi ini menjelaskan bahwa informasi pembayaran dividen kurang berpengaruh menurunkan informasi asimetri. Dengan demikian, hasil pengujian ini secara statistik tidak berhasil mendukung hipotesis pertama. Hipotesis kedua menyatakan bahwa VOL memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*. Artinya informasi kenaikan volume perdagangan akan menurunkan informasi asimetri yang dihadapi dealer. Hasil regresi menunjukkan bahwa koefisien variabel VOL bertanda negatif dan signifikan. Hipotesis ketiga menyatakan bahwa variabel UKUR memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD* terpenuhi, namun tidak signifikan secara statistik. Hipotesis keempat menyatakan bahwa variabel LAMA memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*. Koefisien variabel ini bertanda negatif dan signifikan pada level 5 persen. Dengan demikian, hipotesis keempat berhasil didukung. Hipotesis kelima menyatakan bahwa varian *return* (VAR) memiliki pengaruh positif terhadap *spread*. Hasil uji statistik pada tabel 4a, menunjukkan bahwa variabel VAR memiliki pengaruh positif terhadap *SPREAD* dan signifikan pada level 1 persen. Ini berarti hipotesis keempat ini berhasil didukung. Kebanyakan dealer akan mempertimbangkan informasi risiko dalam bertransaksi di pasar modal.

Berdasarkan Tabel 4b, terlihat bahwa koefisien variabel DIYE memiliki pengaruh positif, namun tidak signifikan. Ini berarti bahwa variabel DIYE tidak berpengaruh terhadap variabel *SPREAD*. Kondisi ini menjelaskan bahwa informasi pembayaran dividen kurang berpengaruh menurunkan informasi asimetri. Dengan demikian, hasil pengujian ini secara statistik tidak berhasil mendukung hipotesis pertama. Hipotesis kedua, menyatakan bahwa variabel VOL memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*. Artinya informasi kenaikan volume perdagangan akan menurunkan informasi asimetri yang dihadapi dealer. Hasil regresi menunjukkan bahwa koefisien variabel VOL bertanda negatif dan signifikan. Hipotesis ketiga menyatakan bahwa variabel UKUR (variabel ukuran perusahaan) memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa ukuran

perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD* namun tidak signifikan. Variabel LAMA diprediksi memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel LAMA, memiliki koefisien bertanda negatif dan signifikan pada level 1 persen. Dengan demikian, hipotesis empat berhasil didukung. Ini berarti variabel informasi lama waktu terdaftar memiliki pengaruh negatif terhadap *SPREAD*, meskipun berpengaruh relatif kecil.

Hipotesis kelima menyatakan bahwa variabel VAR (varian *return*) memiliki pengaruh positif terhadap *SPREAD*. Hasil uji statistik pada Tabel 4b, menunjukkan bahwa variabel VAR memiliki pengaruh positif terhadap *SPREAD* dan signifikan pada level 1 persen. Ini berarti hipotesis keempat ini berhasil didukung.

Tabel 5
Hasil Uji Regresi
Model Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen

Parameter	Hipotesis	Sebelum	Sesudah
C	-	+signifikan 1%	+ signifikan 1%
DIYE	Positif	+ tidak signifikan	+tidak signifikan
VOL	Negatif	- signifikan 1%	- signifikan 1%
LAMA	Negatif	- signifikan 10%	- signifikan 10%
UKUR	Negatif	- tidak signifikan	- tidak signifikan
VAR	Positif	+ signifikan 1%	+signifikan 1%

PEMBAHASAN

Ada dua hal menarik yang perlu didiskusikan dalam bagian ini, yaitu a) perbedaan pengaruh beberapa koefisien variabel sebelum dan sesudah pengumuman dividen dan b) beberapa variabel yang berpengaruh signifikan dengan koefisien yang relatif kecil. Ringkasan hasil penelitian ditunjukkan pada Tabel 5. Model pengujian dalam riset ini bertujuan menguji pengaruh informasi dividen terhadap ketidakseimbangan informasi yang dihadapi dealer. Selain memasukkan informasi dividen, peneliti juga memasukkan variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap informasi asimetri yang dihadapi dealer. Variabel-variabel lain tersebut berfungsi sebagai variabel penjelas. Tabel 4

menunjukkan bahwa baik untuk periode pengujian sesudah maupun periode pengujian sebelum, pengumuman kebijakan dividen tunai tidak mempengaruhi ketidakseimbangan informasi yang dihadapi oleh dealer. Namun bertanda positif ini berarti hasil penelitian ini konsisten dengan teori yang lain tentang dividen, yaitu *extraction theory* atau *free cash flow theory*.

Miller dan Rock (1984), menyebutkan bahwa kebijakan dividen menyediakan informasi mengenai harapan manager mengenai aliran kas perusahaan masa depan. Jika manager diasumsikan lebih berinformasi daripada pihak luar mengenai prospek perusahaan, maka informasi kebijakan dividen akan menurunkan informasi asimetri. Kondisi ini dapat dikatakan sebagai "normal" *degree of asymmetry* (Howe & Lin, 1992). Variabel DIYE secara statistik tidak berpengaruh signifikan baik sebelum maupun sesudah pengumuman. Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen secara statistik tidak cukup berpengaruh signifikan terhadap penurunan ketidakseimbangan informasi yang dihadapi dealer. Hasil ini berbeda dengan temuan di Bursa New York Stock Exchange (NYSE) dan Over The Counter Market (OTC) di USA (Stoll, 1978; Howe & Lin, 1992), kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap spread. How dan Lin (1992), juga menduga bahwa kemungkinan pengumuman dividen menyebabkan kenaikan informasi asimetri yang bersifat sementara. Hal ini kemungkinan terjadi dalam riset ini.

Ada tiga teori yang mendasari penelitian tentang dividen, yaitu *signalling theory* (ST), *rent extraction theory* (RET), dan *free cash flow theory* (FCFT). ST menyebutkan bahwa setiap informasi yang disampaikan kepada pihak luar perusahaan akan memberikan sinyal tertentu bagi investor. Informasi yang diterima oleh para dealer akan menurunkan informasi asimetri yang dihadapinya. Dealer mencoba menggunakan berbagai informasi, termasuk informasi pengumuman dividen. Pengumuman kebijakan pembayaran dividen memberikan informasi mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan ketersediaan kas pada masa depan.

Pengumuman dividen juga menyediakan informasi mengenai konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas menggunakan dividen

untuk membatasi *rent extraction* oleh pemegang saham mayoritas (Bena and Haousek, 2006). Dengan kata lain, pemegang saham minoritas dapat memonitor perilaku konsumsi pemilik kontrol. Jika pemegang saham minoritas mampu mengendalikan pemegang saham mayoritas, maka kebijakan pembayaran dividen akan rendah dan positif bagi pihak eksternal. Kondisi ini akan menurunkan informasi asimetri yang dihadapi dealer. Dengan kata lain, pengumuman pembayaran dividen akan berpengaruh positif terhadap ketidakseimbangan informasi.

FCFT menyebutkan bahwa mekanisme kontrol akan digunakan oleh pemegang saham untuk mengalihkan dana bebas dalam perusahaan, dan mencegah manager melakukan tindakan pengalihan tersebut. Manajemen mengkomunikasikan kepada investor tingkat dan pertumbuhan laba atau prospek masa depan perusahaan. *Signalling theory* dan *free cash flow theory* lebih tepat dikembangkan untuk perusahaan-perusahaan yang struktur kepemilikannya terdistribusi untuk mengendalikan manajemen. Pada pemilikan yang terkonsentrasi, *signalling theory* dan *free cash flow theory* digunakan untuk menyelesaikan masalah keagenan dan atau informasi asimetri antara pemegang saham dominan yang berbuat curang dengan manajemen dan pemegang saham kecil (Bena and Hanousek, 2006). Perusahaan-perusahaan di Indonesia (go public) masih banyak yang tingkat kepemilikannya terkonsentrasi. Dengan demikian, pengaruh pengumuman pembayaran dividen terhadap informasi asimetri adalah positif.

Ada beberapa kemungkinan lain yang dapat menyebabkan hasil penelitian ini tidak sesuai dengan harapan, seperti temuan riset di USA dan sekaligus menjadi keterbatasan riset ini. Pertama, pasar yang digunakan untuk menguji informasi asimetri yang dihadapi dealer tidak sama persis dengan pasar dealer (OTC). Kedua, periode pengujian kemungkinan terlalu pendek untuk mengidentifikasi respon pasar terhadap informasi kebijakan dividen. Mungkin perlu melakukan pengujian dengan periode lebih panjang (data panel). Ketiga, penelitian ini tidak membedakan *spread* pasar dan *spread* dealer. Keempat, kemungkinan perlu dibedakan antara dividen yang semakin besar dan semakin kecil atau perlu dibandingkan antara perusahaan yang membayar dividen dan yang tidak membayar dividen. Kelima, perlu dibedakan *spread* per

industri.

Variabel VOL, LAMA, dan UKUR memiliki arah pengaruh yang sama untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Untuk UKUR memiliki pengaruh yang tidak signifikan, sedangkan untuk VOL dan LAMA memiliki pengaruh yang signifikan. Berbeda dengan variabel DIYE dan VAR, memiliki pengaruh positif sebelum pengumuman dividen dan negatif sesudah pengumuman dividen. Variabel DIYE memiliki pengaruh tidak signifikan, dan VAR signifikan untuk ke dua periode (dengan tingkat signifikansi 10 persen sebelum dan 1 persen sesudah). Hasil penelitian menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki informasi berkualitas dan tersedia adalah perusahaan-perusahaan yang relatif lama terdaftar di bursa. Variabel VOL merupakan salah satu variabel yang cukup penting menjelaskan kondisi asimetri informasi di Bursa Efek Indonesia.

SIMPULAN, SARAN, KONTRIBUSI, DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Hasil analisis dalam penelitian ini mengisyaratkan bahwa sudah banyak hal yang telah diinformasikan oleh emiten atau BEJ atau analis pasar modal yang lain, namun hanya sedikit dari informasi tersebut yang kemungkinan betul-betul dipergunakan oleh para partisipan pasar modal, khususnya bagi dealer (PPE) dalam menentukan *spread*. Hasil penelitian di pasar modal di U.S.A. menunjukkan bahwa variabel-variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap SPREAD (Stoll, 1978b; Ventkatesh and Chiang, 1986; Howe and Lin, 1992, dan Greenstein and Sami, 1994).

Efisiensi suatu pasar modal berkaitan dengan informasi tertentu. Untuk informasi dividen mungkin belum digunakan oleh pelaku pasar modal secara efektif saat ini. Penelitian ini, kemungkinan akan memberikan beberapa kontribusi kecil sebagai berikut. Pertama, kebijakan pembayaran dividen merupakan sinyal yang mencerminkan harapan mengenai aliran kas masa yang akan datang dan kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan emiten (Miller and Rock, 1985), namun di pasar modal Indonesia (BEJ) informasi tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap perilaku dealer dalam menentukan *spread*. Hal ini menunjukkan bahwa dealer kurang berharap informasi kebijakan dividen bersifat

informatif, dan hal ini serupa dengan temuan Brooks (1988). Kedua, informasi mengenai volume perdagangan saham dan tiga variabel penjelas merupakan informasi yang berpengaruh signifikan terhadap ketidakseimbangan informasi yang dihadapi dealer (PPE). Kondisi ini mencerminkan perilaku dealer yang lebih memperhatikan ketiga informasi ini dalam menentukan *spread*. Implikasinya, dealer kemungkinan lebih menyukai memegang dan menawarkan saham-saham yang lebih sering diperdagangkan, sebab akan menurunkan periode pemilikan saham. Volume perdagangan akan tergantung pada kemampuan relatif lebih investor dibandingkan dengan dealer.

Ada beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini. Pertama, penelitian ini mendasarkan studi-studi sebelumnya yang pernah dilaksanakan di USA dan ada pada karakteristik pasar yang berbeda. Perilaku partisipan pasar modal di Indonesia kemungkinan berbeda dengan perilaku partisipan pasar modal di USA. Transaksi di pasar modal (BEJ) kemungkinan masih cukup rendah (*thin market*), sehingga faktor kompetisi kurang mendukung penggunaan berbagai sinyal, seperti pengumuman kebijakan dividen. Kondisi ini kemungkinan berpengaruh terhadap temuan penelitian ini. Kedua, pengujian terhadap *spread* lebih tepat dilakukan di bursa paralel, seperti pasar OTC di U.S.A., sebab transaksi yang dilaksanakan oleh dealer benar-benar merupakan transaksi yang dilaksanakan dengan aktivitya sendiri. Dengan demikian, peranan informasi sangat mempengaruhi perilaku dealer. Ketiga, temuan yang sangat menarik disini adalah adanya empat variabel penjelas yang sangat signifikan dalam pengujian dengan model regresi berganda, yaitu volume perdagangan dan harga. Pemanfaatan kedua variabel ini, menurut peneliti kemungkinan lebih mencerminkan level efisiensi pasar modal di Indonesia (BEJ). Dengan demikian, para pelaku pasar modal (khususnya, PPE), lebih banyak mendasarkan keputusannya dengan memperhatikan kedua variabel ini.

Keterbatasan penelitian keempat adalah data harga tawaran jual dan permintaan beli yang dipergunakan dalam menghitung *spread* adalah data yang berasal dari perantara pedagang Efek (PPE) yang diasumsikan oleh peneliti sebagai dealer di Indonesia. Kenyataannya, antara PPE dan dealer adalah berbeda. PPE tidak sepenuhnya dealer. PPE melaksanakan

kegiatan sebagai perantara dan juga sebagai pedagang yang dapat membeli dan menjual sekuritas dengan aktivitya sendiri. Dealer hanya melaksanakan kegiatan sebagai pedagang yang melakukan transaksi menjual dan membeli sekuritas dengan menggunakan aktivitya sendiri. Keterbatasan penelitian kelima adalah periode penelitian yang terlalu pendek, sehingga kemungkinan kurang mampu menjelaskan dampak informasi dividen terhadap spread. Dalam kondisi pasar modal seperti di Indonesia, reaksi pasar terhadap suatu informasi yang dipublikasikan kemungkinan lebih lambat daripada reaksi pasar di NYSE, OTC, atau CBEQ. Dengan demikian, periode penelitian selama sepuluh hari terlalu pendek untuk menampung reaksi pasar di BEJ.

Riset masa depan dapat dilakukan dengan mempertimbangkan teori ekstraksi dan aliran kas bebas dengan memasukkan pengaruh faktor struktur kepemilikan terhadap besarnya *spread*. Riset masa depan dapat juga dilakukan dengan meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap besarnya dividen yang dibayarkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph and Swary, Itzhak. 1980. "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis." *Journal of Finance*, Volume 35, March: 1-12.
- Barry, C.B. and S. J. Brown. 1984. "Differential Information and the Small Firm Effect." *Journal of Financial Economics*, Volume 13: 283-94.
- Bena, Jan and Hanouse, Jan. 2006. Rent Extraction Theory By Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic. *Working paper Series (IISN 1211-3298)*.
- Benston, G. J., and Hagerman, R.L.. 1974. "Determinants of Bid-Ask Spreads in the Over-The-Counter Market." *Journal of Finance Economics*, Volume 1: 353-64.
- Brooks, Raymond M.. Fall 1994. "Bid-Ask Spread Components Around Anticipated Announcements." *Journal of Financial Research*, Volume 17: 375-386.
- _____. April 2004. "Changes in Asymmetric Information at Earnings and Dividend Announcements." *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 23: 359-78.
- Chiang, R., and P.C. Venkatesh. September 1988. "Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note." *Journal of Finance*, Volume 43: 1041-48.
- Choi, J. Y., Salandro, Dan, and Shastri, Kuldeep. Jun. 1988. "On the Estimation of Bid-Ask Spreads: Theory and Evidence." *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Volume 23: 219-30.
- Cooper, Donald R, and Emory, C. William. 2003. *Business Research Methods*. Fifth Edition, Chicago: Richard D. Irwin.
- Dalton, John M. 1993. *How the Stock Market Works*. Second Edition. New-York: New York Institute of Finance.
- Demsetz, H.. 1968. "The Cost of Transaction." *Quarterly Journal of Economics*, Volume 82: 33-53.
- Demsetz, H and Lehn, K. 1985. The structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Inside the Firm*, Vol. 93, No. 6.
- Eisenhardt, Kathleen M.. Jan. 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review." *Academy of Management Review*, Volume 14: 57-74.
- Facio, M Lang, L, and Young L. 2001. Dividend and Expropriation. *American Economic Review*, Vol. 91, No. 1: 54-78.
- Glosten, R. and L. Harris. 1988. "Estimating the Components of the Bid/Ask Spread." *Journal of Finance*, Volume 19: 123-42.

- Glosten, R. and P.R. Milgrom. 1985. "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders." *Journal of Financial Economics*. Volume 14: 71-100.
- Greenstein, Marilyn M. and Sami, Heibatollah. Jan. 1994. "The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads." *The Accounting Review*, Volume 69, No. 1: 179-99.
- Gujarati Damodar N. 2003. *Basic Economics*. Fourth edition. New York: McGraw-Hill.
- Hamilton, James L. Summer 1991. "The Dealer and Market Concepts of Bid-Ask Spread: A Comparison for NASDAQ Stocks." *The Journal Of Finance Research*, Volume 14: 129-39.
- Howe, John S. and Lin, Ji-Chai. Spring 1992. "Dividend Policy and the Bid-Ask Spread: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Research*, Volume 15: 1-10.
- Jaffe, Jeffrey F. and Winkler, Robert L. Mar. 1976. "Optimal Speculation Against an Efficient Market." *Journal of Finance*, Volume 31, No. 1: 49-61.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Finance and Economics*, Volume 3: 305-60.
- Miller, M., and Rock, K. 1985. "Dividend Policy Under Asymmetric Information." *Journal of Finance*, Volume 40: 1031-51.
- Morses, Dale, and Ushman Neal. April 1983. "The effect of Information Announcements on the Market Microstructure," *The Accounting Review*, Volume LVIII, No. 2: 247-258.
- Pettit, R. Richardson. Dec. 1972. "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency." *Journal of Finance*, Volume 27, No. 5: 993-1007.
- ^aStoll, Hans R. Sept. 1978. "The Supply of Dealer Services in Securities Markets." *Journal of Finance*, Volume 33, No. 4: 1113-1151.
- _____. Sept. 1978. "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study Of NASDAQ Stocks." *Journal of Finance*, Volume 33, No. 4: 1153-1172.
- _____. Mar. 1989. "Inferring the Component of The Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Test." *Journal of Finance*, Volume 44: 115-134.
- Tinic, Seha M., and West, R. Jun. 1972. "Competition and the Pricing of Dealer Services in the Over-The-Counter Market." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 7.
- Venkatesh, P.C. and R. Chiang. Dec. 1986. "Information Assymetry and the Dealer's Bis-Ask Spread: An Case Study of Earnings and Dividend Announcement." *Journal of Finance*, Volume 41: 1089-1102.
- Zingales, L. 1994. The Value of The Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. *Review of Financial Studies*, Volume 7: 125-148.