

SIGNIFIKANSI DAN IMPLIKASI PERBEDAAN SPESIFIKASI RETURN DALAM PENELITIAN PASAR MODAL

DEWA GEDE WIRAMA

*Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi
Universitas Udayana*

ABSTRACT

The purpose of this research is to determine the statistical significance and implication of various specifications of stock return. Three specifications are considered, i.e. return that (1) ignores dividend, (2) ignores the proceed from further investment of dividend, and (3) assumes that dividend is reinvested in the same stock. The differences among the three specifications are analyzed under one, four, and seven years of investment periods.

Using a sample consisted of 102 companies listed on the Indonesian Stock Market during the seven year period starting from the beginning of 2001, it is found that each return specification results in return numbers that in general are statistically different from each other. The only insignificant difference is the difference between return that ignores proceed from further investment on dividend and the one that assumes that dividend is reinvested in the same stock for one year of investment in stock.

The implication of the differences in returns calculated under each specification is further analyzed using an association study that regresses market return on accounting return (ROE) in the same one, four, and seven year periods of investment. Each return specification produces different R^2 s and betas. Statistically significant differences are found in the analysis with four and seven year periods of investment, except for the difference between returns that, again, ignores the proceed from further investment on dividend and the one that assumes that dividend is reinvested in the same stock for seven years of investment in stock.

The conclusion of this research is that ignoring dividend in return calculation might lead to inaccurate results. The impact of ignoring further investment of dividend is somewhat less severe than the impact of ignoring dividend altogether.

Keywords: *return specification, dividend, reinvestment, statistical difference*

I. PENDAHULUAN

Penelitian akuntansi berbasis pasar modal banyak menggunakan *return* saham (selanjutnya disebut *return*) sebagai salah satu variabel, umumnya sebagai variabel terikat. Sebagaimana diketahui bahwa *return* adalah imbalan yang diperoleh investor yang menginvestasikan dananya dengan cara membeli saham. *Return* setidaknya terdiri atas dua komponen, yaitu komponen peningkatan harga (*capital gain*) dan dividen. Namun, banyak penelitian menghitung *return* dengan mengabaikan dividen dengan asumsi bahwa jumlah dividen relatif tidak material sehingga tidak secara signifikan mempengaruhi hasil penelitian. Sebagai gambaran, dari 28 skripsi mahasiswa Strata 1 pada Jurusan Akuntansi dan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Udayana yang ditulis pada tahun 2008 yang menggunakan *return* sebagai variabel terikat, sebanyak 13 (46 persen) skripsi menghitung *return* tanpa memperhitungkan dividen.

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif yang membandingkan hasil perhitungan *return* saham dengan dan tanpa dividen serta mempertimbangkan implikasinya pada penelitian akuntansi berbasis pasar modal. Ada-tidaknya perbedaan yang secara statistis signifikan pada hasil perhitungan *return* dengan dan tanpa dividen perlu diketahui untuk

memastikan apakah simpulan penelitian berbasis pasar modal yang mengasumsikan bahwa dividen tidak material dapat diterima. Di samping itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai peran dividen dalam *return* saham.

II. KAJIAN PUSTAKA

Salah satu penelitian empiris pertama yang mengkaji hubungan antara data akuntansi dan *return* adalah penelitian Benston (1967) yang menemukan bahwa laba kejutan berasosiasi dengan perubahan *return* bulanan. Penelitian selanjutnya yang akhirnya menjadi karya seminal dalam penelitian akuntansi empiris adalah Ball dan Brown (1968) dan Beaver (1968). Ketiga penelitian tersebut menggunakan *return* dalam bentuk turunan, yaitu berupa perubahan dari periode sebelumnya atau dalam bentuk relatif terhadap standar tertentu. Jika standar yang digunakan adalah *return* yang dianggap normal, misalnya berupa *return* pasar atau *return* rata-rata selama periode tertentu, maka hasilnya adalah *return* abnormal. Penggunaan *return* relatif berlanjut ke dalam penelitian-penelitian mengenai koefisien respons laba, seperti Kormendi dan Lipe (1987).

Penelitian-penelitian mengenai hubungan antara data akuntansi dan *return* kemudian mulai menggunakan jangka waktu

yang lebih panjang, yang umumnya digolongkan sebagai studi asosiasi. Berbeda dari studi peristiwa, studi asosiasi menggunakan *return* dalam bentuk pertama, yang sering disebut dengan istilah *return kotor (raw return)*.

Return saham adalah imbalan investasi yang dilakukan dengan cara membeli saham di pasar modal, baik pasar primer maupun sekunder. Saham merupakan bukti kepemilikan atas perusahaan yang menerbitkannya sehingga hasil investasi saham pada akhirnya akan ditentukan oleh kinerja perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Apabila perusahaan berhasil memperoleh laba yang kemudian dibagikan kepada pemegang saham, maka investor akan menikmati dividen sebagai hasil investasinya.

Selain dividen, keuntungan investasi saham juga dapat berasal dari peningkatan harga saham. Adakalanya, terutama dalam kondisi pasar yang *bullish*, komponen *return* yang berasal dari peningkatan harga lebih besar daripada komponen dividen. Sebagai contoh, dalam kondisi *bullish* terakhir pasar modal Indonesia yang dimulai pada 16 Agustus 2007 saat IHSG ditutup pada angka 1.909 sampai mencapai dengan puncaknya pada 9 Januari 2008 pada angka 2.830, saham PT Astra International Tbk. (kode perdagangan: ASII) naik sebesar Rp13.600,00 (88 persen) dari Rp15.450,00 per saham menjadi Rp29.050,00 per

saham. Dalam periode yang sama, yaitu selama kurang lebih enam bulan, perusahaan membagikan dividen hanya sejumlah sekitar Rp392,00 per saham. Kondisi seperti inilah yang diperkirakan memunculkan asumsi bahwa jumlah dividen tidak material dalam perhitungan *return*.

Sejarah pasar modal menunjukkan bahwa harga saham selalu berfluktuasi dari waktu ke waktu, bahkan dapat berfluktuasi tajam dalam periode yang sangat singkat. Melanjutkan contoh di atas, setelah 9 Januari 2008 IHSG mulai menurun sampai mencapai level 1.178 pada 2 Desember 2008 dan saham PT Astra International Tbk. ditutup pada harga Rp8.950,00 turun sebesar 69 persen dari harga tertinggi 11 bulan sebelumnya. Dengan demikian, dalam periode yang panjang terdapat kemungkinan bahwa dividen merupakan komponen yang tidak kalah pentingnya dibandingkan dengan peningkatan harga. Bagi investor jangka panjang, pertimbangan utama dalam pemilihan saham kemungkinan justru diberikan pada kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen tersebut.

Pentingnya mempertimbangkan dividen dalam berinvestasi telah lama dibahas dalam berbagai literatur mengenai investasi di pasar modal. *Dividends4Life*, sebuah situs web yang didedikasikan untuk mempromosikan investasi berdasarkan dividen meringkas

tujuh keunggulan investasi berdasarkan dividen (Dividend4Lifes, 2008), sebagaimana diuraikan berikut ini.

1. Dividen memberikan stabilitas investasi dalam kondisi pasar sedang bergejolak.
2. Tidak seperti laba, dividen tidak dapat dimanipulasi atau dipalsu.
3. Dividen memberikan informasi yang segera dapat dipakai sebagai umpan balik untuk mengkonfirmasi keberhasilan atau kegagalan strategi investasi.
4. Secara historis, dividen yang diinvestasikan kembali memberikan porsi yang signifikan dalam *return*.
5. Perusahaan yang baik dalam hal pembagian dividen cenderung meningkatkan jumlah dividen dari waktu ke waktu.
6. Mengonsumsi dividen pada masa pensiun tidak mengganggu investasi awal.
7. Portofolio berbasis dividen relatif mudah untuk dikelola.

Reinvestasi Dividen

Diperhitungkannya dividen sebagai salah satu komponen *return* menimbulkan pertanyaan lanjutan, yaitu apa yang dilakukan oleh investor dengan dividen tersebut? Selanjutnya apabila dividen tersebut diinvestasikan kembali, misalnya dengan ditabung di

bank, apakah bunga tabungan tersebut juga merupakan bagian dari hasil investasi saham? Penelitian empiris yang telah dilakukan sampai sekarang (1) mengabaikan reinvestasi dividen atau (2) mengasumsikan bahwa dividen diinvestasikan kembali dalam bentuk saham yang sama. Asumsi bahwa dividen diinvestasikan kembali digunakan dalam perhitungan *return* saham atau portofolio dikemukakan, misalnya oleh Karceski (2002), Chan dkk. (2003), Dimson dkk. (2004), serta Malin dan Veeraraghavan (2004).

Spesifikasi *Return*

Uraian sebelumnya menunjukkan bahwa setidaknya terdapat tiga spesifikasi *return*, yaitu (1) sebesar kenaikan harga, (2) sebesar kenaikan harga ditambah dividen, dan (3) sebesar kenaikan harga setelah disesuaikan dengan perubahan jumlah saham karena adanya penambahan pembelian sebagai bentuk investasi kembali dividen yang diterima.

Penelitian ini menguji secara empiris apakah ada perbedaan yang secara statistis signifikan pada *return* yang dihasilkan oleh ketiga spesifikasi *return* di atas dalam jangka pendek, menengah, dan panjang.

III. METODE PENELITIAN

Sampel

Sampel penelitian adalah seluruh perusahaan nonkeuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sepanjang periode yang dimulai pada awal tahun 2001 sampai dengan akhir tahun 2007, yang memenuhi kriteria tambahan berikut ini.

- a. Tidak memiliki ekuitas negatif sepanjang periode pengujian. Perusahaan dengan ekuitas negatif memiliki karakteristik risiko yang berbeda sehingga tidak digunakan sebagai sampel (Ahmed *et al.*, 2000).
- b. Tidak melakukan penawaran saham lanjutan dengan hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD) sepanjang periode pengujian. HMETD menyebabkan komplikasi perhitungan *return* karena memerlukan asumsi mengenai apakah, kapan, dan pada harga berapa hak tersebut dieksekusi. Jadi, syarat ini diterapkan untuk menyederhanakan perhitungan.
- c. Tahun buku berakhir 31 Desember. Kriteria ini diterapkan untuk menyeragamkan periode perhitungan *return*.

Metode Pengumpulan Data

Data keuangan dikutip dari laporan keuangan perusahaan yang disediakan oleh Pusat Data Pasar Modal-PPA Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada dan situs web Bursa Efek

Indonesia. Data harga saham disediakan oleh PT Sarijaya Permana Sekuritas.

Teknik Analisis Data

Perhitungan *Return*

Return dihitung untuk investasi selama satu, empat, dan tujuh tahun. Ketiga periode tersebut berturut-turut dianggap mewakili investasi jangka pendek, menengah, dan panjang. Sesuai dengan tujuan penelitian, *return* dihitung dengan tiga cara sebagai berikut.

- a. *Return* hanya memperhitungkan komponen kenaikan harga.

Dalam hal ini *return* (RTN_1) dihitung dengan formula:

$$RTN_{-1} = \frac{HP_{t1} - HP_{t0}}{HP_{t0}}$$

Di sini HP_{t0} dan HP_{t1} berturut-turut adalah harga penutupan pada awal dan akhir periode investasi.

- b. *Return* terdiri atas kenaikan harga dan dividen. Penggunaan dividen lebih lanjut diabaikan. Dalam hal ini *return* (RTN_2) dihitung dengan formula:

$$RTN_{-2} = \frac{HP_{t1} - HP_{t0} + D_{t0,1}}{HP_{t0}}$$

Di sini $D_{t0,1}$ adalah dividen yang diterima sepanjang periode t_0 sampai t_1 .

- c. *Return* adalah kenaikan harga ditambah dividen yang diasumsikan diinvestasikan kembali dengan cara membeli saham yang sama. Dalam hal ini dividen diasumsikan diterima pada akhir Juni dan saham tambahan dibeli dengan harga penutupan pada hari bursa terakhir pada bulan Juni. Dengan demikian, *return* (RTN_3) dihitung dengan formula:

$$RTN_3 = \frac{HP_{t1adj} - HP_{t0}}{HP_{t0}}$$

Di sini HP_{t1adj} adalah harga penutupan pada akhir periode investasi yang nilainya disesuaikan dengan perubahan jumlah saham sebagai akibat tambahan pembelian dengan menggunakan penerimaan dividen.

Analisis Data

Data dianalisis dengan uji-*t* yang membandingkan rata-rata *return* secara berpasangan, yaitu antara RTN_1 dan RTN_2, antara RTN_1 dan RTN_3, dan antara RTN_2 dan RTN_3 untuk masa investasi satu, empat, dan tujuh tahun.

IV. PEMBAHASAN

Sampel dan Data

Terdapat 243 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada awal tahun 2001. Sebanyak 30 perusahaan akhirnya dikeluarkan (*delisted*) dari bursa, 66 memiliki ekuitas negatif dalam periode pengujian, 29 melakukan penawaran saham terbatas dengan HMETD, dan dua perusahaan memiliki tahun buku yang berakhir pada 31 Maret. Di samping itu, terdapat dua perusahaan yang melakukan penggabungan usaha serta 12 perusahaan tidak mempublikasikan data secara lengkap. Dengan demikian, sampel akhirnya terdiri atas 102 perusahaan. Deskripsi perusahaan dalam sampel sehubungan dengan harga dan dividen disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1 Deskripsi Sampel

Keterangan	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Rata-rata
Jumlah Dividen ¹	3.977	5.499	7.719	11.451	12.799	15.113	29.348	12.272
Dividen per Saham ²	12.651	13.984	14.862	15.185	15.988	14.316	16.155	14.734
Pembayar Dividen	50	51	54	58	62	58	53	55
Dividen per Pembayar	253	274	275	262	258	247	305	268
Rata-rata Sampel	124	137	146	149	157	140	158	144
Harga Penutupan	2.349	2.289	3.001	3.151	3.428	4.648	6.364	3.604
Kenaikan Harga ³	-30	-60	712	150	277	1.220	1.716	569
% Kenaikan Harga ³	-1,26%	-2,55%	31,11%	5,00%	8,79%	35,59%	36,92%	16,23%
<i>Dividend Yield</i> ⁴	5,28%	5,99%	4,86%	4,73%	4,57%	3,02%	2,49%	4,77%

¹dalam miliar rupiah

²dalam rupiah penuh untuk 102 perusahaan dalam sampel

³untuk tahun 2001 dibandingkan dengan tahun 2000

⁴rata-rata dividen dibagi rata-rata harga penutupan untuk sampel secara keseluruhan.

Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dalam sampel meningkat dari Rp4 triliun pada tahun 2001 menjadi Rp29,3 triliun pada tahun 2007. Rata-rata harga penutupan per saham untuk seluruh perusahaan dalam sampel meningkat dari Rp2.349,00 pada akhir tahun 2001 menjadi Rp6.364,00 pada akhir tahun 2007.

Dari 102 perusahaan dalam sampel, hanya sekitar setengahnya yang membayar dividen dengan jumlah pembayaran rata-rata sebesar Rp268,00 per saham. Rata-rata pembayaran dividen untuk sampel secara keseluruhan adalah Rp144,00 per saham. Menurunnya *dividend yield*, yaitu perbandingan antara dividen dengan harga saham, yang menurun dari 5,28 persen pada tahun 2001 menjadi 2,49 persen pada tahun 2007, tidak disebabkan oleh penurunan jumlah dividen, tetapi oleh peningkatan harga saham.

Dengan kenaikan harga sebesar Rp4.015,00 dan jumlah pembayaran dividen sebesar Rp842,00 per saham selama tujuh tahun maka dividen menyumbang sekitar 17 persen dari keseluruhan *return*. Sebagai perbandingan, Standard & Poors mencatat bahwa kontribusi dividen dalam *return* S&P BMI World Index dalam periode Agustus 1989 sampai dengan September

2008 mencapai 28 persen dari *return* secara keseluruhan (Standard and Poors, 2009).

Hasil Pengujian

Investasi dilakukan dengan membeli satu saham yang dimulai pada awal tahun 2001 (setara dengan akhir tahun 2000) dan berakhir pada akhir tahun 2007. Dengan demikian, terdapat 714 amatan untuk investasi satu tahun (102 perusahaan dengan tujuh kali investasi dengan masa satu tahun), 408 amatan untuk investasi empat tahun, dan 102 amatan untuk investasi tujuh tahun. Amatan dengan *z-score* kurang dari -3,3 atau lebih dari 3,3 dianggap sebagai *outlier* dan dikeluarkan dari sampel (Tabachnick dan Fidell, 1996). Terdapat 10 *outlier* (1,40 persen) pada investasi satu tahun, 7 *outlier* (1,72 persen) pada investasi empat tahun, dan 4 *outlier* (3,92 persen) pada masa investasi tujuh tahun. Hasil pengujian disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 2 Perbandingan *Return* untuk Masa Investasi 1, 4, dan 7 Tahun

A. Statistik Deskriptif

Masa Investasi	Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
1 Tahun	RET_1	704	-0,7647	4,5556	0,2242	0,6216
	RET_2	704	-0,7647	4,5556	0,2548	0,6276
	RET_3	704	-0,7647	4,5556	0,2556	0,6347
4 Tahun	RET_1	401	-0,8378	14,2000	1,5057	2,5412
	RET_2	401	-0,8346	14,2000	1,6795	2,6328
	RET_3	401	-0,8362	14,7926	1,7952	2,8231

7 Tahun	RET_1	98	-0,7396	27,7179	2,5485	4,5935
	RET_2	98	-0,7160	29,0064	2,8439	4,7502
	RET_3	98	-0,7254	36,4233	3,2856	5,7495

B. Hasil Uji-*t* Pasangan Sampel

Masa Investasi	Pasangan Sampel	Rata-rata	Deviasi Standar	df	<i>t</i>	Sig. (2-sisi)
1 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,0306	0,0492	703	-16,511 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,0315	0,0534	703	-15,629 *	0,000
	RET_2 – RET_3	-0,0009	0,0228	703	-1,002	0,317
4 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,1738	0,2254	400	-15,439 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,2895	0,4696	400	-12,346 *	0,000
	RET_2 – RET_3	-0,1157	0,3006	400	-7,710 *	0,000
7 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,2954	0,3527	97	-8,291 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,7371	1,4748	97	-4,948 *	0,000
	RET_2 – RET_3	-0,4417	1,2441	97	-3,515 *	0,001

* Signifikan pada tingkat kesalahan 5 persen

Bagian A Tabel 2 menunjukkan bahwa dividen memberi tambahan *return* sebesar sekitar 3 persen untuk investasi selama satu tahun, 17 persen untuk investasi selama empat tahun, dan 30 persen untuk investasi selama tujuh tahun. Persentase tambahan *return* tersebut terhadap *return* total relatif kecil, yaitu 14 persen untuk investasi satu tahun dan 12 persen untuk investasi empat dan tujuh tahun. Jika dividen tersebut diinvestasikan kembali, maka akan terdapat tambahan *return* sebesar sekitar 12 dan 44 persen untuk investasi empat dan tujuh tahun. Investasi kembali tidak menghasilkan tambahan *return* yang berarti untuk investasi 1 tahun.

Meskipun secara ekonomis dividen hanya menyumbang sekitar 17 persen *return* investasi secara keseluruhan, bagian B

Tabel 2 menunjukkan bahwa perbedaan komposisi dividen pada *return* total secara statistis signifikan, baik untuk masa investasi satu, empat, maupun tujuh tahun. Penginvestasian kembali dividen juga memberikan tambahan *return* yang secara statistis signifikan, kecuali untuk masa investasi satu tahun.

V. SIMPULAN, IMPLIKASI, DAN KETERBATASAN

Simpulan

Berdasarkan analisis di atas dapat disimpulkan bahwa dividen merupakan komponen *return* yang secara statistis signifikan. Oleh karena itu, penelitian yang menggunakan *return* sebagai salah satu variabel diharapkan selalu memperhitungkan komponen dividen dalam spesifikasi *return*. Lebih jauh lagi, penelitian jangka panjang perlu secara eksplisit menyatakan asumsi yang dibuat mengenai perlakuan atas dividen yang diterima investor. Sebagaimana dipaparkan sebelumnya, penelitian jangka panjang umumnya mengasumsikan bahwa dividen diinvestasikan kembali dengan cara membeli saham yang sama. Namun, berdasarkan nilai *t*-statistik pada Bagian B Tabel 2 diketahui bahwa dampak mengabaikan hasil penginvestasian kembali dividen relatif lebih kecil daripada dampak mengabaikan dividen secara keseluruhan.

Implikasi

Ketepatan spesifikasi *return* jelas akan meningkatkan validitas simpulan penelitian. Sebagai contoh, Tabel 3 menyajikan hasil regresi *return* pada ROE (laba dideflasi dengan ekuitas) untuk periode 1, 4, dan 7 tahun untuk tiap-tiap spesifikasi *return*. Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai R^2 dan koefisien regresi meningkat dari RET_1 ke RET_2 dan dari RET_2 ke RET_3 khususnya untuk periode jangka menengah (4 tahun) dan panjang (7 tahun).

Tabel 3 Ringkasan Hasil Regresi *Return* pada ROE

Periode Analisis	Variabel Terikat	N	R^2	Beta	t	Sig. (2-sisi)
1 Tahun	RET_1	696	0,039	0,199	5,337 *	0,000
	RET_2	696	0,044	0,213	5,749 *	0,000
	RET_3	696	0,044	0,212	5,711 *	0,000
4 Tahun	RET_1	398	0,126	0,355	7,560 *	0,000
	RET_2	398	0,137	0,373	8,004 *	0,000
	RET_3	398	0,148	0,387	8,362 *	0,000
7 Tahun	RET_1	98	0,107	0,341	3,553 *	0,001
	RET_2	98	0,125	0,366	3,850 *	0,000
	RET_3	98	0,136	0,369	3,895 *	0,000

Variabel bebas adalah ROE selama periode perhitungan *return*

Signifikansi statistis perbedaan R^2 dan beta antara tiga spesifikasi *return* untuk investasi empat dan tujuh tahun yang disajikan dalam Tabel 3 dianalisis lebih lanjut dengan teknik *bootstrapping* dalam bentuk penyampelan berulang dengan pengembalian (*repeated sampling with replacement*). Pengambilan subsampel dilakukan sebanyak 30 kali masing-masing sebesar sekitar 30 persen total sampel. Pemilihan subsampel dilakukan

secara acak dengan bantuan komputer. Ringkasan hasil analisis lanjutan disajikan dalam Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Analisis Signifikansi Perbedaan Nilai R² dan Beta pada Regresi Return pada ROE dengan Tiga Spesifikasi Return

A. Statistik Deskriptif

Koefisien	Jenis Return	Masa Investasi	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
R ²	RET_1	4 Tahun	0,030	0,233	0,135	0,060
	RET_2		0,037	0,257	0,149	0,062
	RET_3		0,043	0,267	0,161	0,066
R ²	RET_1	7 Tahun	0,048	0,571	0,195	0,139
	RET_2		0,060	0,611	0,220	0,147
	RET_3		0,067	0,597	0,231	0,143
Beta	RET_1	4 Tahun	0,172	0,482	0,357	0,085
	RET_2		0,192	0,507	0,377	0,084
	RET_3		0,206	0,517	0,392	0,086
Beta	RET_1	7 Tahun	0,219	0,764	0,416	0,151
	RET_2		0,244	0,782	0,445	0,150
	RET_3		0,237	0,773	0,455	0,148

B. Hasil Uji-t Pasangan Sampel untuk Menguji Perbedaan R²

Masa Investasi	Pasangan Sampel	Rata-rata	Deviasi Standar	Df	t	Sig. (2-sisi)
4 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,014	0,006	29	-14,679 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,026	0,100	29	-14,208 *	0,000
	RET_2 – RET_3	-0,012	0,006	29	-10,341 *	0,000
7 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,025	0,015	29	-8,766 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,036	0,037	29	-5,375 *	0,000
	RET_2 – RET_3	-0,012	0,030	29	-2,114 *	0,043

* Signifikan pada tingkat kesalahan 5 persen.

C. Hasil Uji-t Pasangan Sampel untuk Menguji Perbedaan Beta

Masa Investasi	Pasangan Sampel	Rata-rata	Deviasi Standar	Df	t	Sig. (2-sisi)
4 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,020	0,006	29	-17,071 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,034	0,010	29	-18,369 *	0,000
	RET_2 – RET_3	-0,015	0,006	29	-13,188 *	0,000
7 Tahun	RET_1 – RET_2	-0,029	0,015	29	-10,244 *	0,000
	RET_1 – RET_3	-0,038	0,042	29	-5,056 *	0,000

RET 2 – RET 3	-0,001	0,031	29	-1,783	0,085
---------------	--------	-------	----	--------	-------

* Signifikan pada tingkat kesalahan 5 persen

Tabel 4 menunjukkan bahwa perbaikan spesifikasi *return* dari hanya memperhitungkan komponen kenaikan harga sampai dengan penginvestasian kembali dividen, yaitu dari RET_1 sampai dengan RET_3 berhasil secara signifikan meningkatkan nilai R² dalam regresi *return* pada ROE, baik untuk masa investasi empat tahun maupun tujuh tahun. Analisis peningkatan koefisien regresi (beta) menunjukkan hasil yang serupa, kecuali untuk perbedaan RET_2 dan RET_3 untuk masa investasi tujuh tahun yang secara statistik hanya signifikan pada tingkat kesalahan sepuluh persen. Dengan demikian, hasil analisis lanjutan ini menegaskan simpulan bahwa perbedaan spesifikasi *return* dapat membawa implikasi yang signifikan dalam penelitian berbasis pasar modal yang menggunakan *return* sebagai salah satu variabel penelitian.

Keterbatasan Penelitian

Sampel penelitian ini tidak memuat perusahaan yang dikeluarkan (*delisted*) dari Bursa Efek Indonesia dalam periode analisis sehingga dapat mengandung *survivorship bias*. Bias tersebut jika terjadi, berpotensi melemahkan simpulan bahwa dividen secara signifikan mempengaruhi hasil perhitungan *return*. Di sisi lain, penelitian ini tidak meliputi tahun 2008 dan 2009 di

mana pasar keuangan di seluruh dunia mengalami pelemahan. Kecenderungan penurunan harga saham dalam periode tersebut cenderung akan menegaskan peran dividen dalam perhitungan *return* investasi sehingga memperkuat simpulan penelitian ini.

DAFTAR RUJUKAN

- Ahmed, A. S., R. M. Morton, dan T. F. Schaefer. 2000. "Accounting Conservatism and the Valuation of Accounting Numbers: Evidence on the Feltham-Ohlson (1996) Model." *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 15 (3): 271—292.
- Chan, L. K. C., J. Karceski, dan J. Lakonishok. 2003. "The Level and Persistence of Growth Rates." *The Journal of Finance* 58 (2): 643—684.
- Dimson, E., P. Marsh, dan M. Staunton. 2004. "Irrational Optimism." *Financial Analysts Journal* (Jan/Feb): 15—25.
- Dividend4Lifes. *Seven Important Reasons for Dividend*. Di-download tanggal 10 Maret 2009 dari www.dividends4life.com/2008/05/seven-important-reasons-for-dividend.html
- Karceski, J. 2002. "Return-Chasing Behavior, Mutual Funds, and Beta's Death." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 37 (4): 559—594.
- Malin, M. dan M. Veeraraghavan. 2004. "On the Robustness of the Fama and French Multifactor Model: Evidence from France, Germany, and the United Kingdom." *International Journal of Business and Economics* 3 (2): 155—176.
- Standard and Poors. 2009. *Dividend Investing*. Di-download tanggal 10 Maret 2009 dari www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/Dividend_Investing.pdf.
- Tabachnick, B. G. dan L. S. Fidell. 1996. *Using Multivariate Statistics*. 3rd. Ed. New York: Harper Collins College Publishers.