

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN
TERHADAP HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR;
STUDY EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA**



SKRIPSI

Oleh :

Nama : Darul Arifin
No. Mahasiswa : 02312043

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN
TERHADAP HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR;
STUDY EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA**

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai derajat
Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi UII

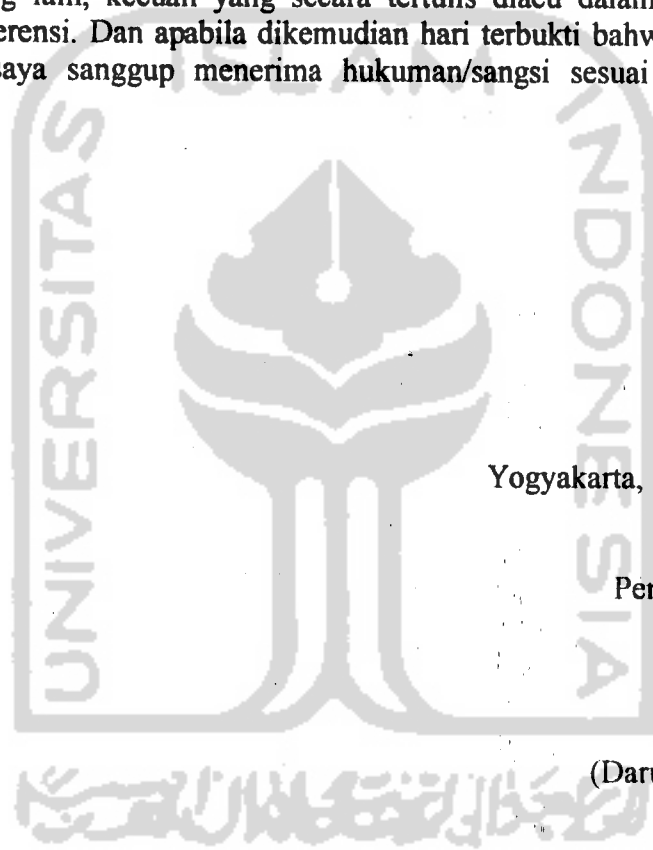
Oleh :

Nama : Darul Arifin
No. Mahasiswa : 02312043

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau penadapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi sesuai peraturan yang berlaku.”



Yogyakarta, 15 Mei 2006

Penyusun,

(Darul Arifin)

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN
TERHADAP HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR ;
STUDY EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA**

Hasil Penelitian



Diajukan oleh

**Nama : Darul Arifin
Nomor Mahasiswa : 02312043
Jurusan : Akuntansi**

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal.....

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Erna Hidayah', written over a horizontal line.

(Erna Hidayah, Dra, M.Si, Ak)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

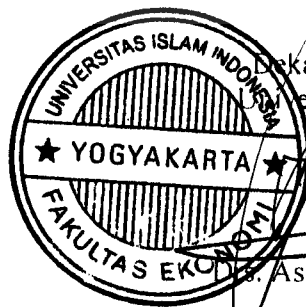
**Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Harga Saham Pada
Perusahaan Manufaktur; Studi Kasus Di Bursa Efek Jakarta**

Disusun Oleh: DARUL ARIFIN
Nomor mahasiswa: 02312043

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan LULUS
Pada tanggal : 15 Mei 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Erna Hidayah, M.si, Ak

Penguji : Dra. Noor Endah Cahyawati, M.Si



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia

Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D

KATA PENGANTAR

Tiada ucapan yang pantas penulis ucapkan pertama kali selain ucapan syukur alhamdulillah ke hadirat Allah, karena hanya atas ijin-Nya lah penulis pada akhirnya dapat menyelesaikan skripsi ini judul “PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN TERHADAP HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR; STUDY EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA”.

Tiada gading yang tak retak dan tak ada pula seorang manusia pun lepas dari kesalahan, begitu juga dalam penyusunan skripsi ini penulis menyadari dengan sepenuhnya adanya kekurangan yang muncul akibat terbatasnya waktu yang tersedia. Dengan adanya dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, Alhamdulillah skripsi ini dapat terselesaikan. Oleh karena itu, melalui kesempatan ini penulis mengucapkan banyak terima kasih dan penghargaan kepada:

1. Bp. Drs. Asmai Ishak, M. Bus, Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ijin untuk penelitian, sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
2. Ibu Dra. Erna Hidayah, M.Si., Ak. Selaku pembimbing, sehingga skripsi ini dapat penulis selesaikan.
3. Bapak/Ibu Dosen Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan sebagian ilmunya kepada penulis dan mahasiswa lainnya.
4. Bapak/Ibu Pegawai dan Karyawan/Karyawati Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia atas pelayanan yang baik terkait dengan masalah perkuliahan.

5. Ayah dan Ibu yang tercinta atas segala limpahan kasih sayang dan bimbingan yang engkau berikan.
6. Nasrul Arifin, adikku yang telah mengingatkanku akan warna-warni kehidupan dunia. Semoga kelak engkau dapat menjadi manusia yang berguna dan bermanfaat bagi agama, bangsa, dan negara.
7. Calon tunggal ibu dari anak-anakku kelak, Mega Aisyah yang selalu mengingatkanku untuk segera menyelesaikan skripsi ini.
8. Teman-temanku seperjuangan, Haris, Dayat, Thoyib, Endah, Ana, Adit, Aad dan lainnya yang tidak dapat kami sebutkan satu-persatu terima kasih atas segala bantuan yang engkau berikan.
9. Arif Hasan yang telah memberikan bantuan yang berharga. Semoga engkau selalu diberi kemudahan dan kelancaran dalam menghadapi segala permasalahan.
10. Rekan-rekan dan semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu sehingga pada akhirnya skripsi ini dapat terselesaikan.

Manusia adalah tempat kesalahan dan lupa, oleh sebab itu penulis menyadari dengan setulus hati dalam penyusunan skripsi ini masih terdapat kekurangan-kekurangan atau kejanggalan-kejanggalan. Adanya kritik dan saran yang bersifat membangun beserta solusinya dari semua pihak diharapkan pada akhirnya dapat menyempurnakan kekeurangan-kekurangan yang ada dalam skripsi ini, sehingga dapat bermanfaat bagi semua pihak

Penyusun

DAFTAR ISI

	Hal
Halaman Judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Halaman Berita Acara Ujian.....	iv
Kata Pengantar.....	v
Daftar Isi.....	vii
Daftar Tabel.....	ix
Daftar Lampiran.....	x
Abstrak.....	xi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah Penelitian.....	4
1.3. Batasan Masalah.....	4
1.4. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	5
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	7
2.1. Dividen.....	7
2.1.1. Faktor-Faktor yang Melandasi Kebijakan Dividen.....	9
2.1.2. Beberapa Teori tentang Kebijakan Dividen.....	15
2.1.3. Pola Pembayaran Dividen.....	26
2.1.4. Dividen Signalling Theory.....	28
2.2. Harga Saham dan Pasar Modal.....	31
2.3. Abnormal Return.....	33
2.4. Penelitian Terdahulu.....	35
2.5. Formulasi Hipotesis.....	37

	Hal
BAB III METODE PENELITIAN.....	39
3.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	39
3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data.....	39
3.3. Penentuan Periode Pengamatan dan Periode Estimasi.....	40
3.4. Metode Analisis Data.....	41
3.5. Pengujian Hipotesis.....	46
3.6. Kriteria Penerimaan Hipotesis.....	47
 BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	 48
4.1. Populasi dan Sampel.....	48
4.2. Data yang Digunakan.....	49
4.3. Uji Hipotesis.....	52
4.3.1. Pengaruh Pengumuman Dividen Meningkatkan terhadap Harga Saham.....	52
4.3.2. Pengaruh Pengumuman Dividen Tetap terhadap Harga Saham.....	56
4.3.3. Pengaruh Pengumuman Dividen Menurun terhadap Harga Saham.....	61
 BAB V PENUTUP.....	 69
5.1. Kesimpulan.....	69
5.2. Keterbatasan dan Saran Penelitian Berikutnya.....	70
 DAFTAR PUSTAKA.....	 71

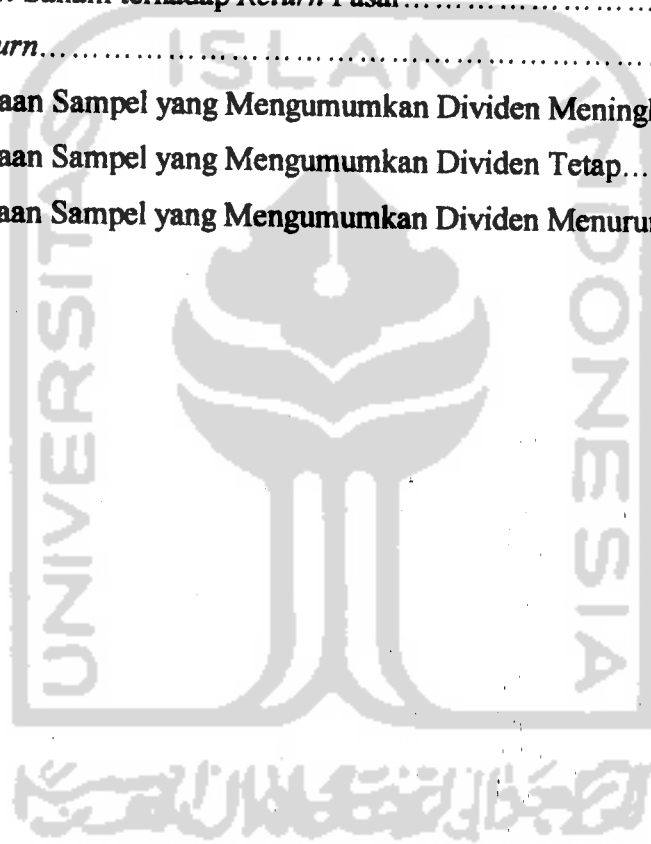
DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
4.1. Hasil Pemilihan Sampel.....	48
4.2. Hasil Pengujian <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Meningkatkan.....	52
4.3. Hasil Pengujian <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Tetap.....	57
4.4. Hasil Pengujian <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Menurun.....	62



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Hal
1. Nama Perusahaan Sampel dan Tanggal Pengumuman Dividen Tahun 2004.....	74
2. Daftar Perusahaan yang Terpilih Sebagai Sampel.....	76
3. Daftar Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Meningkatkan, Tetap, dan Menurun...	78
4. Hasil Regresi <i>Return</i> Saham terhadap <i>Return</i> Pasar.....	80
5. Data <i>Abnormal Return</i>	83
6. Hasil Uji T Perusahaan Sampel yang Mengumumkan Dividen Meningkatkan.....	93
7. Hasil Uji T Perusahaan Sampel yang Mengumumkan Dividen Tetap.....	95
8. Hasil Uji T Perusahaan Sampel yang Mengumumkan Dividen Menurun.....	97



ABSTRAK

Penelitian ini merupakan penelitian empiris tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Tujuan yang ingin dicapai pada penelitian ini adalah: *pertama*, memberikan suatu informasi apakah pengumuman dividen meningkat bereaksi secara signifikan terhadap harga saham. *Kedua*, memberikan suatu informasi apakah pengumuman dividen tetap bereaksi secara signifikan terhadap harga saham. *Ketiga*, memberikan suatu informasi apakah pengumuman dividen menurun bereaksi secara signifikan terhadap harga saham.

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 29 perusahaan yang terdiri dari 14 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat, 5 perusahaan yang mengumumkan dividen tetap, dan 10 perusahaan yang mengumumkan dividen menurun. Periode pengamatan pada penelitian ini adalah tahun 2003 dan 2004. Data yang digunakan adalah berupa data sekunder yang terdiri dari data harga saham perusahaan, tanggal pengumuman dividen perusahaan, Indeks Harga Saham Perusahaan, dan dividen per lembar saham. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan *market model*, sedangkan metode statistik yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah uji t.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya pengumuman dividen meningkat, tetap, maupun menurun tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian juga memberikan indikasi bahwa pengumuman dividen tidak memiliki kandungan informasi ke pasar.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (EAT) perusahaan, yaitu : 1) dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, atau 2) diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*). Pada umumnya EAT (*Earning After Tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian diinvestasikan kembali. Keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen disebut sebagai kebijakan dividen (*dividend policy*).

Dividen merupakan salah satu daya tarik bagi investor dalam menanamkan modalnya dalam bentuk saham. Selain dividen, tujuan investor melakukan investasi pada saham adalah untuk memperoleh *capital gain*. Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2001:9) sebagaimana yang dikutip Krishnoe Rachmi Fitrijati, Sukirman, dan Choeruddin (2005) dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan *capital gain* adalah selisih antara harga beli dan harga jual.

Penggunaan dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang riil kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa mendatang diharapkan dapat menjadi cara yang tepat. Namun, hanya perusahaan-perusahaan yang

berprospek baik saja yang dapat melakukan hal ini, sedangkan perusahaan-perusahaan yang masuk kategori kurang baik tidak dapat melakukan ataupun meniru cara ini, karena tidak memiliki arus kas yang cukup untuk melakukannya. Adanya hal demikian akan menjadikan pasar bereaksi terhadap perubahan yang dibayangkan, karena pasar yakin pemberi isyarat adalah perusahaan yang masuk dalam kategori baik.

Ross (1977) yang tercantum dalam Kartini (2001) mengatakan agar suatu isyarat bermanfaat harus memenuhi empat hal, yaitu:

1. Manajemen harus selalu mempunyai motivasi yang tepat untuk mengirimkan isyarat yang jujur, walaupun berita tersebut buruk.
2. Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diterima oleh pesaingnya yang kurang sukses.
3. Isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati.
4. Tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif dari pada pengiriman isyarat yang sama.

Informasi tentang pengumuman dividen akan dicerminkan oleh reaksi yang terjadi di pasar modal segera setelah adanya pengumuman dividen, baik reaksi positif maupun reaksi negatif. Sebagian investor menilai bahwa perusahaan yang mengumumkan dividen mempunyai kinerja yang baik, ini dibuktikan dengan

kemampuan perusahaan membayar dividen, investor akan bereaksi positif terhadap pengumuman dividen. Namun sebagian lainnya berpendapat bahwa pembagian dividen akan mengurangi kemampuan perusahaan dalam berinvestasi sehingga akan menurunkan tingkat pertumbuhan perusahaan. Hal ini menyebabkan investor akan bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen karena merasa khawatir dengan kondisi keuangan perusahaan.

Reaksi pasar yang terjadi dapat berupa pembelian ataupun penjualan saham-saham perusahaan yang mengumumkan dividen. Reaksi pasar yang demikian disebabkan adanya perilaku investor yang ingin mendapatkan keuntungan yang besar dan berusaha menghindari risiko kerugian. Reaksi ini akan tercermin dari naik atau turunnya harga saham perusahaan yang bersangkutan. Permasalahan utama yang mungkin muncul adalah "Apakah pengumuman dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham?"

Di Indonesia sendiri, penelitian mengenai informasi dividen belum menemukan hasil yang konsisten. Terdapat beberapa pakar atau peneliti yang menyimpulkan bahwa pengumuman dividen mengandung suatu informasi, tetapi juga dapat beberapa peneliti yang menyimpulkan bahwa pengumuman dividen tidak mengandung suatu informasi. Dalam Kartini (2001) disebutkan bahwa peneliti yang menyimpulkan bahwasannya dividen mengandung suatu informasi diantaranya adalah Indah Patmawati (1999) dan Sudjoko (1999), sedangkan Amsari (1993), Soetjipto (1997), dan Sugeng (2000) menyimpulkan bahwa dividen tidak

mengandung suatu informasi. Belum munculnya suatu kesimpulan yang konsisten mengenai ada tidaknya kandungan informasi dalam dividen dan adakah pengaruh yang signifikan terhadap harga saham akibat dari pengumuman dividen, mendorong peneliti melakukan penelitian lanjutan mengenai hal tersebut di Bursa Efek Jakarta dengan judul “*Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur; Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*”

1.2. Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka sebagai permasalahannya adalah sebagaimana berikut:

- a. Apakah pengumuman dividen meningkat mempunyai pengaruh terhadap harga saham?
- b. Apakah pengumuman dividen tetap mempunyai pengaruh terhadap harga saham?
- c. Apakah pengumuman dividen menurun mempunyai pengaruh terhadap harga saham?

1.3. Batasan Masalah

Pengujian kandungan informasi yang dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman disebut dengan *event study* (study peristiwa). Jika pengumuman dividen mengandung informasi (*information content*), maka pasar

diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan oleh adanya perubahan harga sekuritas, seberapa besar perubahan harga saham akan tercermin pada besar kecilnya *return* ataupun *abnormal return* yang diterima investor. Pada penelitian ini penulis membatasi masalah yang akan dibahas dengan tujuan agar penelitian ini tidak melebar ke arah yang lebih luas.

Pembatasan-pembatasan itu antara lain adalah :

- a. Dalam penelitian ini harga saham yang akan digunakan adalah *abnormal return*.
- b. Dividen yang dimaksud dalam penelitian ini adalah dividen kas. Pengertian dividen kas akan dibahas pada berikutnya.
- c. Perusahaan manufaktur yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen pada tahun 2003 dan 2004.

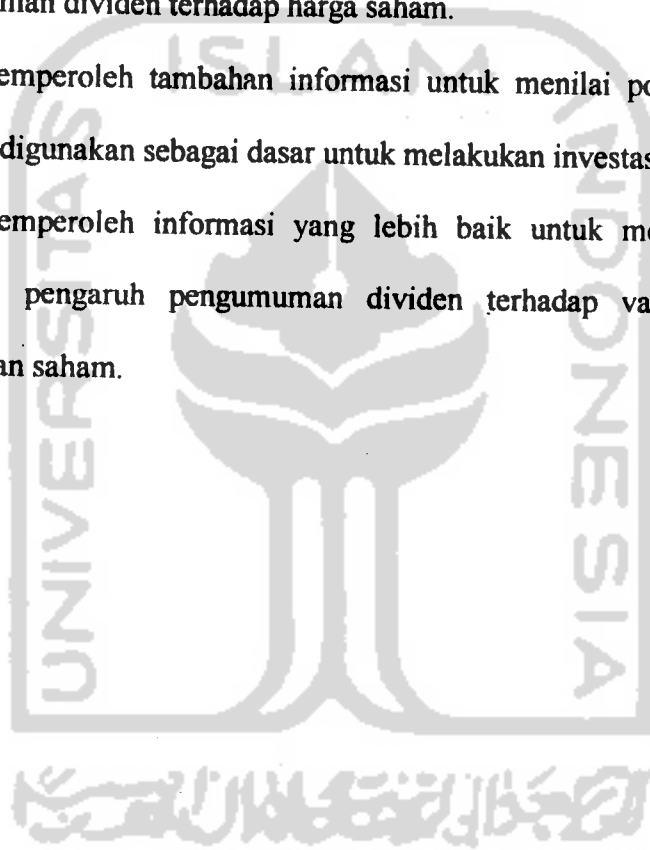
1.4. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah :

- a. Memberikan suatu informasi apakah pengumuman dividen meningkat bereaksi secara signifikan terhadap harga saham.
- b. Memberikan suatu informasi apakah pengumuman dividen tetap bereaksi secara signifikan terhadap harga saham.
- c. Memberikan suatu informasi apakah pengumuman dividen menurun bereaksi signifikan terhadap harga saham

Sedangkan manfaat yang diharapkan bagi investor dan analis pasar modal dari penelitian ini adalah :

- a. Untuk memberikan informasi yang lebih terkini (aktual) tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham.
- b. Dapat memperoleh tambahan informasi untuk menilai potensi perusahaan sehingga digunakan sebagai dasar untuk melakukan investasi.
- c. Dapat memperoleh informasi yang lebih baik untuk melakukan analisis mengenai pengaruh pengumuman dividen terhadap variabilitas tingkat keuntungan saham.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Dividen

Tujuan investor menginvestasikan dana yang dimiliki di pasar modal adalah untuk mendapatkan pendapatan dari dana yang diinvestasikannya. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*. Dividen adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode saham masih dimiliki, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh karena harga jual saham lebih tinggi dari pada harga belinya, pendapatan ini akan diperoleh manakala saham tersebut dijual. Terdapat beberapa jenis dividen, yaitu:

- Dividen kas

Dividen yang paling umum dibagikan perusahaan adalah bentuk kas. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas adalah apakah jumlah kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

- Dividen aktiva selain kas (*property dividend*)

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, dividen dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa

2.1.1. Faktor-Faktor yang Melandasi Kebijakan Dividen

Menurut Husnan (1994) terdapat beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan dalam melakukan kebijakan dividen:

1. Undang-undang yang mengatur bahwa dividen harus dibayarkan dari laba, baik itu laba berjalan maupun laba tahun lalu yang ada dalam pos laba ditahan (*retained earning*). Selain itu juga adanya regulasi yang melindungi kreditur yaitu adanya larangan pembayaran dividen bila perusahaan berada dalam kondisi pailit dan larangan pengurangan modal untuk membayar dividen.
2. Posisi likuiditas perusahaan. Bila perusahaan berada pada posisi likuiditas yang kurang menguntungkan sebagai akibat dari laba ditahan yang sudah diinvestasikan pada aktiva tetap dan tidak disimpan dalam bentuk kas, maka perusahaan tidak mungkin tidak dapat membagikan dividen kas. Perusahaan yang sedang berkembang, dimana perusahaan yang sebagian besar labanya digunakan untuk reinvestasi, maka dalam keadaan sebagaimana tersebut dapat memutuskan untuk tidak membayar dividen.
3. Apabila manajemen memutuskan untuk melunasi hutang-hutangnya yang sudah jatuh tempo, maka perusahaan perlu untuk menahan laba yang diperoleh dalam jumlah besar. Adanya hal yang demikian membuat dividen yang dibayarkan menjadi kecil.

4. Bagi perusahaan yang mengalami perkembangan yang cepat akan membutuhkan dana yang banyak untuk membiayai kegiatan ekspansinya. Untuk keperluan tersebut, maka perusahaan akan menahan labanya dari pada dibayarkan sebagai dividen.
5. Stabilitas laba suatu perusahaan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibayarkan. Bagi perusahaan yang labanya berfluktuasi atau relatif tidak stabil cenderung untuk menahan sebagian besar labanya, karena tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahun-tahun mendatang sesuai dengan yang diharapkan perusahaan. Hal sebaliknya bagi perusahaan yang labanya relatif stabil, maka perusahaan dapat membayar dividen yang tinggi tanpa khawatir nantinya harus menurunkan dividen, karena tiba-tiba laba merosot dengan drastis.
6. Bagi perusahaan yang telah mapan dan memiliki catatan profitabilitas yang baik dan laba yang lebih stabil, maka mempunyai peluang yang lebih besar untuk masuk ke dalam pasar modal dan bentuk-bentuk pembiayaan eksternal lainnya dibandingkan dengan perusahaan kecil dan relatif baru. Dari hal tersebut dapat dikatakan bahwa perusahaan yang telah mapan mempunyai kecenderungan memiliki tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan kecil dan baru, karena membiayai investasinya dengan dana intern.

dibayarkan berupa dividen. Posisi terkini perubahan dalam aset cair, termasuk kas adalah hal yang berdiri sendiri dari akun laba ditahan. Secara historis, sebuah perusahaan dengan laba ditahan yang cukup besartelah berhasil menghasilkan kas dari operasi. Tetapi dana ini biasanya bisa diinvestasikan ulang dalam perusahaan dalam jangka waktu yang singkat ataupun digunakan untuk membayar utang yang jatuh tempo. Dengan demikian, perusahaan mungkin saja secara ekstrim sangat menguntungkan dan masih saja menyedihkan secara kas. Karena dividen dibayar dengan kas, dan tidak dengan laba ditahan, perusahaan harus memiliki kas tersedia untuk dividen dibayarkan. Oleh karena itu, posisi likuiditas perusahaan menanggung langsung kemampuan untuk membayar dividen.

3. Kekosongan atau kekurangan terhadap sumber pembiayaan lainnya.

Seperti yang telah diketahui, perusahaan boleh (1) menahan keuangan untuk tujuan investasi, atau (2) membayar dividen dan mengeluarkan utang baru atau sekuritas ekuitas untuk membiayai investasi. Untuk banyak perusahaan yang kecil dan baru, opsi kedua ini tidaklah realistis. Perusahaan ini tidak memiliki akses terhadap pasar modal, maka mereka harus mengandalkan lebih pada dana yang dihasilkan internal. Sebagai konsekuensinya *dividen payout ratio* pada umumnya lebih kecil untuk perusahaan yang kecil atau baru didirikan dibandingkan yang besar, yang dimiliki publik.

4. **Kemampuprediksian laba.** *Dividen payout ratio* perusahaan tergantung pada banyak hal atas kemampuan memprediksi keuntungan perusahaan selama selang waktu. Jika laba berfluktuasi secara signifikan, manajemen tidak dapat mengendalikan dana yang dihasilkan dari dalam untuk memenuhi kebutuhan masa depan. Ketika keuntungan direalisasikan, perusahaan boleh menahan jumlah yang lebih besar untuk memastikan bahwa uang itu tersedia ketika dibutuhkan. Sebaliknya, perusahaan dengan tren laba yang stabil akan secara tipikal membayar porsi yang lebih besar dari laba untuk dividen. Perusahaan ini memiliki sedikit kekhawatiran tentang ketersediaan tentang ketersediaan akan keuntungan untuk memenuhi permintaan modal masa depan.
5. **Kontrol kepemilikan.** Untuk banyak perusahaan besar, kontrol melalui kepemilikan atas saham bukanlah suatu isu. Namun, untuk banyak perusahaan berukuran kecil dan menengah, mempertahankan kontrol hak pilih merupakan prioritas utama. Jika kehadiran pemegang saham tidaklah mampu untuk berpartisipasi dalam penawaran baru, mengeluarkan saham baru menjadi kurang menarik, dalam hal ini kontrol dari pemegang saham sekarang menjadi terdilusi. Pemilik mungkin lebih menyukai bahwa manajemen membiayai investasi baru dengan utang dan melalui keuntungan dari pada mengeluarkan saham baru. Pertumbuhan perusahaan

ini kemudian dibatasi dengan jumlah dari modal utang yang tersedia dan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan.

6. **Inflasi.** Sebelum akhir tahun 1970-an, tekanan inflasi belumlah merupakan masalah yang signifikan baik bagi konsumen ataupun dunia bisnis. Namun, selama sepanjang tahun 1980-an, kehancuran dari daya beli dolar memiliki dampak langsung atas penggantian aktiva tetap. Dalam periode inflasi, idealnya, ketika aktiva tetap menjadi aus dan usang, dana yang dihasilkan dari depresiasi digunakan untuk membiayai penggantian. Ketika biaya yang sama untuk peralatan terus meningkat, dana depresiasi menjadi tidak cukup. Hal ini meminta penahanan keuntungan yang lebih besar, yang mana berdampak bahwa dividen menjadi terpengaruh secara terbalik. Pada akhir tahun 1990-an, inflasi bukanlah menjadi perhatian utama.

2.1.2. Beberapa Teori tentang Kebijakan Dividen

Bagi investor yang memiliki tujuan untuk memperoleh *capital gains* juga memerlukan informasi mengenai dividen, karena dividen merupakan salah satu faktor yang dianggap penting yang dapat mempengaruhi harga saham. Dikarenakan hal tersebut, maka perusahaan yang sudah *go public* memiliki keharusan untuk memberikan informasi yang akurat, aktual, dan nyata mengenai kinerjanya kepada

investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibayarkan.

Pengumuman perubahan dividen tunai dan *dividend yield* diharapkan menimbulkan reaksi harga saham, karena dengan adanya reaksi berarti pengumuman tersebut dianggap mempunyai kandungan informasi. Reaksi harga saham ditunjukkan dengan munculnya perubahan harga saham yang bersangkutan.

Pembagian dividen terhadap para investor tentunya dipengaruhi pula oleh kebijakan dividen yang diambil perusahaan. Definisi dari kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 1995: 365). Terdapat beberapa teori tentang kebijakan dividen yang disebutkan oleh Dian Agustin Puspitasari dan Banu Witono (2004), yaitu:

a. *Dividen Irrelevance Theory*

Teori yang dianjurkan oleh Modigliani-Miller ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya atau dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan. Menurut Weston dan Brigham nilai suatu perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Berbagai

asumsi untuk mendukung teori ketidakrelevanan dividen yang digunakan oleh Modigliani-Miller adalah sebagaimana berikut:

- Tidak terdapat pajak pendapatan perorangan atau perusahaan.
- Tidak terdapat biaya emisi atau jual beli saham.
- *Financial leverage* tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal perusahaan.
- Para investor dan manajer perusahaan informasi tentang prospek perusahaan di masa datang.
- Distribusi pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak mempunyai pengaruh.
- Kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividennya.

b. *Bird in The Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Linther ini menyanggah asumsi kelima dari teori ketidakrelevanan dividen, yaitu bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat return saham yang diisyaratkan oleh investor yang dinotasikan *ks*. Gordon dan Linther berpendapat bahwa *ks* akan meningkat jika pembagian dividen dikurangi, karena investor merasa lebih yakin terhadap penerimaan pembiayaan dividen dari pada *capital gain* yang akan dihasilkan dari laba ditahan. Mereka menyatakan bahwa investor

menilai uang yang akan diharapkan dari dividen jauh lebih berharga dari pada uang yang diharapkan dari kenaikan *capital gain*, karena komponen hasil dividen (DI/P_0) lebih kecil risikonya dari pada komponen pertumbuhan (g) pada persamaan total laba untuk diharapkan oleh investor, $k_s = DI/(P_0 + g)$. Modigliani dan Miller tidak sependapat dengan pernyataan tersebut dan mereka menyatakan bahwa k_s tidak tergantung pada kebijakan dividen. Oleh karena itu *investor indifferent* antara $D_1 + P_0$ dan g , juga antara dividen dan *capital gain*. Menurut Modigliani dan Miller sebagian investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka ke dalam perusahaan yang bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan tingkat resiko pendapatan investor di masa depan tidak ditentukan oleh kebijakan dividen melainkan ditentukan oleh resiko investasi di hadapan perusahaan.

c. *Tax Differential Theory*

Tax Differential Theory menyatakan jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan dividen akan berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual,

sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak dividen. Kemudian dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi dari pada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dari pada *dividend yield* yang tinggi, sehingga disarankan perusahaan lebih baik menentukan *dividend pay out ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

d. *Teori Signaling Hypotesis*

Jika pada teori kebijaksanaan dividen tidak relevan menyatakan bahwa investor maupun manajer memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan, akan tetapi kenyataannya manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor. Akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen. Sedangkan teori kebijaksanaan ini menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal bagi investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang lebih baik. Sebaliknya penurunan

dividen diyakini investor sebagai sinyal prospek perusahaan menurun atau perusahaan mungkin akan mengalami kerugian di waktu mendatang.

e. *Teori Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijaksanaan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang pada saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu, maka kelompok pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembiayaan pajak. Kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang lebih besar.

Setelah kebijakan dividen perusahaan telah disusun, beberapa rincian prosedur harus diatur. Contohnya, berapa sering pembayaran dividen dilakukan? Jika pemegang saham menjual saham selama tahun itu, siapa yang berhak atas dividen? Persetujuan akhir mengenai pembayaran dividen ini datang dari dewan direksi. Dalam pembayaran dividen, perusahaan akan memperhatikan tentang *tanggal deklarasi* (tanggal saat dividen secara resmi diumumkan oleh dewan direksi), *tanggal pencatatan* (tanggal-tanggal menunjukkan kapan buku transfer ditutup untuk menentukan investor yang mana untuk menerima pembayaran selanjutnya), *tanggal*

eks-dividen (tanggal saat perusahaan pialang saham serempak memutuskan menghilangkan hak pemilihan dividen 4 hari kerja sebelum tanggal pencatatan), dan *tanggal pembayaran* (tanggal perusahaan mengirim cek dividen pada tiap investor).

Terdapat tiga pandangan dasar mengenai apakah kebijakan dividen mempengaruhi harga saham. Ketiga pandangan tersebut adalah :

Kebijakan Dividen Adalah Tidak Relevan

Banyak kontroversi tentang isu dividen didasarkan *time honored disagreements* antara para akademis dan komunitas profesional. Beberapa praktisi berpengalaman merasa bahwa perubahan harga saham adalah hasil dari pengumuman dividen dan oleh karena itu melihat dividen sebagai suatu yang penting. Banyak pula dalam komunitas akademis yang berpendapat bahwa dividen tidaklah relevan melihat kebingungan tentang bahan hasil dari tidak berhati-hatinya mendefinisikan apa yang dimaksudkan dengan kebijakan dividen. Mereka berpendapat bahwa wujud dari hubungan antara dividen dan harga saham mungkin saja sebuah ilusi.

Posisi yang mengatakan bahwa dividen tidaklah penting didasarkan pada dua prasyarat. Pertama, diasumsikan bahwa keputusan investasi dan pinjaman sudah dibuat dan keputusan ini tidak akan dirubah oleh berapa pun jumlah pembayaran dividen. Kedua, pasar modal sempurna diasumsikan ada, yang berarti bahwa (1) investor dapat membeli dan menjual saham tanpa menyebabkan biaya transaksi apapun, contoh komisi broker; (2) perusahaan dapat mengeluarkan saham tanpa

biaya atasnya; (3) tidak ada pajak perusahaan atau pribadi, (4) informasi lengkap tentang perusahaan siap tersedia, (5) tidak adanya konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham; dan (6) kesulitan keuangan dan biaya kebangkrutan tidak ada.

Asumsi pertama – bahwa kita telah membuat keputusan investasi dan keuangan – secara sederhana menjauhkan kita dari isu-isu yang membingungkan. Kita ingin mengetahui efek dari keputusan dividen secara tersendiri, tanpa mencampurkan dengan keputusan lainnya. Asumsi kedua, bahwa pasar sempurna, juga memperbolehkan kita belajar efek dari keputusan dividen dalam isolasi, mirip dengan ahli ilmu fisika yang mempelajari gerakan dalam ruang hampa untuk menghindari pengaruh dari friksi.

Dengan asumsi-asumsi tertentu ini, efek dari keputusan dividen pada harga saham mungkin boleh dinyatakan dengan tegas: Tidak adanya hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham. Sebuah kebijakan dividen sama bagusnya dengan yang lain. Secara agregat, investor lebih memperhatikan hanya pada total hasil dari keputusan investasi; mereka acuh tak acuh apakah hasil ini datang dari *capital gains* atau pendapatan dividen. Mereka juga mengenal bahwa keputusan dividen, dengan kebijakan investasi yang tertentu, sungguh merupakan sebuah pilihan strategi keuangan. Untuk membiayai pertumbuhan, perusahaan (a) mungkin memilih untuk mengeluarkan saham, memperbolehkan dana yang dihasilkan dari internal (keuntungan) untuk membayar dividen; atau (b) mungkin boleh

mempergunakan dana yang dihasilkan dari internal untuk membiayai pertumbuhannya, sementara membayar sedikit dalam dividen, tetapi tidak perlu mengeluarkan saham. Dalam kasus pertama, pemegang saham menerima pendapatan dividen; dalam kasus kedua nilai hasil hanyalah perbedaannya; total hasil harusnya sama. Dengan demikian untuk menyatakan pendapat bahwa membayar dividen dapat membuat pemegang saham dalam keadaan yang lebih baik adalah berpendapat bahwa membayar kas dengan dengan satu tangan dan mengambil kembali dengan tangan lain merupakan aktivitas berguna untuk manajemen.

Pembayaran dividen perusahaan dapat mempengaruhi harga saham jika pemegang saham tidak memiliki cara lain untuk menerima pendapatan dari investasi. Bagaimanapun juga, mengasumsikan pasar modal relatif efisien, seorang pemegang saham yang membutuhkan pendapatan sekarang (*current income*) dapat selalu menjual sahamnya. Jika perusahaan membayar dividen, investor dapat menghapus dividen diterima, secara keseluruhan atau sebagian, dengan menggunakan dividen untuk membeli saham. Dengan demikian investor dapat secara pribadi menciptakan aliran dividen yang diinginkan, tidak mepedulikan kebijakan dividen apa yang mempengaruhinya.

Dividen yang Tinggi, Meningkatkan Nilai Saham

Kepercayaan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidaklah penting, secara implisit mengasumsikan bahwa seorang investor seharusnya menggunakan *required*

rate of return yang sama, tanpa melihat apakah pendapatan dari *capital gains* atau lewat dividen. Namun, dividen lebih dapat diprediksi dari *capital gains*, manajemen dapat mengontrol dividen, tetapi tidak dapat mendikte harga saham. Investor menjadi kurang kepastian dalam menerima pendapatan dari *capital gains* dibandingkan dengan dari dividen. Risiko tambahan berkenaan dengan *capital gains* relatif terhadap pendapatan dividen berimplikasi pada tingginya *required rate* untuk mendiskontokan sedolar dari dividen. Dengan kata lain, kita akan menilai sedolar dari dividen yang diharapkan lebih tinggi dari satu dolar dari *capital gains* yang diharapkan. Pandangan yang mengatakan dividen lebih pasti dibandingkan dengan *capital gains*, dinamakan *bird in the hand dividen theory*.

Posisi dimana dividen lebih berisiko dibanding *capital gains*, dan sudah seharusnya maka dinilai berbeda, tidaklah tanpa kritik. Jika kita memegang keputusan dasar kita untuk tidak membiarkan kebijakan dividen perusahaan mempengaruhi keputusan investasi dan *capital mix*nya, arus kas operasi perusahaan, keduanya dalam jumlah diharapkan dan variabilitas adalah tidak terpengaruh oleh kebijakan dividen. Karena kebijakan dividen tidak memiliki dampak pada *volatilitas* arus kas keseluruhan perusahaan, hal itu tidak memiliki dampak atas risiko perusahaan.

Menaikkan dividen perusahaan tidak mengurangi risiko dari perusahaan; bahkan, jika pembayaran dividen meminta manajemen untuk mengeluarkan saham baru, hal ini hanya memindahkan risiko dan kepemilikan dari pemilik sekarang

kepada pemilik baru. Kita akan harus mengakui bahwa investor yang sekarang yang menerima dividen mempertukarkan *capital gains* yang tidak pasti untuk sebuah aset yang aman (dividen kas). Namun, jika pengurangan risiko hanyalah satu-satunya tujuan, investor bisa saja menyimpan uang di bank dan tidak membeli saham dari awal.

Dividen yang Rendah Meningkatkan Nilai Saham

Pandangan ketiga tentang bagaimana dividen mempengaruhi harga saham mengajukan bahwa dividen sebenarnya melukai investor. Argumen ini telah secara besar didasarkan oleh perbedaan dalam perlakuan pajak untuk pendapatan dividen dan *capital gains*. Lebih lanjut, pajak pada pendapatan dividen dibayarkan ketika dividen diterima, sementara pajak pada kenaikan harga (*capital gains*) ditunda sampai saham benar-benar dijual. Dengan demikian ketika hal ini menyentuh masalah perpajakan, kebanyakan investor lebih suka penahanan pendapatan perusahaan dibandingkan dengan pembayaran dividen kas. Jika pendapatan ditahan dalam perusahaan, harga saham meningkat, tetapi kenaikan tersebut tidak dikenai pajak sampai saham dijual.

Walaupun mayoritas investor merupakan subjek pajak, perusahaan investasi tertentu, *trusts* dan *pension plans* dikecualikan atas pendapatan dividennya. Juga, untuk tujuan perpajakan, sebuah perusahaan boleh mengecualikan 70% dari

pendapatan dividen diterimanya dari perusahaan lain. Dalam kasus ini, investor mungkin lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gains*.

Ringkasnya, ketika hal ini menyentuh masalah pajak, kita ingin memaksimalkan *return* setelah pajak kita, dibanding *return* sebelum pajak. Investor berusaha untuk menunda pajak kapan pun memungkinkan. Saham yang memperbolehkan penundaan pajak (dividen rendah-*capital gains* tinggi) akan kemungkinan dijual pada premium dibandingkan dengan saham yang meminta pajak sekarang (dividen tinggi-*capital gains* rendah). Dengan cara ini, dua saham mungkin menyediakan *return* setelah pajak yang dapat diperbandingkan. Hal ini menyarankan bahwa sebuah kebijakan untuk membayar dividen rendah akan menghasilkan tingginya harga saham. Yakni dividen yang tinggi melukai investor, sementara dividen rendah dan penahanan yang tinggi akan menolong investor. Inilah logika dari penganut kebijakan rendah.

2.1.3. Pola Pembayaran Dividen

Terdapat beberapa pola pembayaran dividen dari tahun ke tahun yang dilakukan oleh perusahaan. Pola-pola tersebut adalah:

- a. **Ratio pembayaran dividen secara konstan.** Dalam kebijakan ini, prosentase laba dibayarkan dalam dividen dipertahankan konstan. Meskipun dividen pada *earning ratio* stabil, jumlah nominal dari dividen secara natural berfluktuasi dari tahun ke tahun sesuai perubahan keuntungan.

- b. Pembayaran dividen per saham yang stabil.** Kebijakan ini mempertahankan nominal dividen selama selang waktu. Kenaikan dolar dividen biasanya tidak terjadi sampai manajemen yakin bahwa kenaikan level dapat dipertahankan di masa depan. Manajemen juga tidak akan mengurangi jumlah nominal dividen sampai bukti secara jelas mengindikasikan bahwa keberlanjutan kehadiran dividen tidaklah dapat didukung.
- c. Pembayaran dividen yang kecil dan teratur plus dividen ekstra akhir tahun.** Perusahaan yang mengikuti kebijakan ini membayar dividen dengan jumlah nominal yang kecil ditambah dengan dividen ekstra akhir tahun pada masa puncak (jaya). Dividen ekstra ini diumumkan menjelang akhir tahun fiskal, ketika keuntungan perusahaan untuk periode tersebut dapat diestimasi. Tujuan manajemen adalah menghindari konotasi dividen yang permanen. Namun, tujuan ini mungkin dikalahkan jika dividen ekstra diharapkan terjadi berulang oleh investor.

Dari ketiga kebijakan dividen, pembayaran dividen stabil adalah yang paling umum sejauh ini. Dalam study oleh Lintner, manajer korporasi ditemukan enggan mengubah jumlah nominal dividen sebagai respons terhadap fluktuasi laba dari tahun ke tahun. Ketakutan ini khususnya terjadi ketika harus mengurangi jumlah dividen dari level sebelumnya. Dalam study terpisah, Smith menjelaskan kecenderungan stabilnya dividen dalam istilah yang dipakainya "kebijakan dividen berdasar

hipotesis kenaikan aliran". Smith mengajukan bahwa kestabilan dividen sangatlah penting dalam melancarkan aliran dividen untuk meminimasi efek dari tipe lain atas titik bali perusahaan. Dengan demikian manajer korporasi membuat segala upaya untuk mencegah pemotongan dividen, berusaha bahkan membuat peningkatan secara bertahap seri dividen selama jangka waktu di masa depan. Namun, jika pengurangan dividen secara absolut penting, pemotongan haruslah cukup besar untuk mengurangi kemungkinan pemotongan di masa depan.

2.1.4. Dividen Signaling Theory

Miller dan Modigliani memperkenalkan ide bahwa dividen menghasilkan suatu informasi tentang profitabilitas perusahaan melalui perubahan harga saham. Kedua pakar ini menyatakan bahwa investor kemungkinan menginterpretasikan perubahan dividen sebagai perubahan pandangan manajemen terhadap prospek keuntungan perusahaan di masa yang akan datang (Wansley dkk, 1991). Namun di sisi lain, Modigliani dan Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Kartini (2002) juga berpendapat bahwa kebijakan dividen bisa tidak memiliki dampak atau pengaruh pada kemakmuran para pemegang saham, dengan menggunakan asumsi bahwa investor maupun pihak manajemen memiliki informasi yang sama mengenai berbagai kesempatan untuk melakukan investasi. Adanya hal yang demikian membuat investor dan manajemen memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan dan kebijakan dividen atau kebijakan distribusi pada masa yang akan

- a. Memperbaiki struktur modal perusahaan.
- b. Meningkatkan efisiensi alokasi sumber-sumber dana.
- c. Menunjang terciptanya perekonomian yang sehat.
- d. Meningkatkan penerimaan negara, dan
- e. Dapat mengurangi utang luar negeri swasta.

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi berhasil atau tidaknya suatu pasar modal. Husnan (1998) mengungkapkan bahwa keberhasilan pasar modal ditentukan oleh faktor-faktor sebagaimana berikut:

- a. Penawaran sekuritas, faktor ini berarti harus banyak perusahaan yang bersedia untuk menerbitkan pasar modal.
- b. Permintaan akan sekuritas, faktor ini berarti harus banyak masyarakat yang memiliki jumlah dana yang dipergunakan untuk membeli sekuritas yang ditawarkan, baik yang berasal dari individu, perusahaan non-keuangan, maupun lembaga keuangan.
- c. Kondisi politik dan ekonomi, kondisi politik yang relatif stabil akan membantu pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan ekonomi akan meningkatkan pendapatan masyarakat dan pada akhirnya akan mempengaruhi penawaran dan permintaan akan sekuritas.
- d. Masalah hukum dan peraturan, pembeli sekuritas pada dasarnya sangat bergantung pada informasi yang disediakan oleh perusahaan-perusahaan

emiten securitas, peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan menjadi mutlak diperlukan.

- e. Peran-peran lembaga pendukung pasar modal, lembaga-lembaga seperti BAPEPAM, Bursa Efek, Akuntan Publik, Underwriter, Wali Amanat, Notaris, Konsultan Hukum, Lembaga Kliring dan lainnya perlu bekerja dengan profesional dan bisa diandalkan sehingga kegiatan emisi dan transaksi di bursa efek dapat berjalan dengan cepat, efisien, dan bisa dipercaya.

2.3. Abnormal Return

Untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman hanya melibatkan sebuah faktor saja, yaitu faktor *abnormal return* (Jogiyanto 1998). *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Sedangkan *return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- t yang merupakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya secara relatif, sedangkan *return* yang diharapkan harus diestimasi. Menurut Brown dan Warner dalam Bandi dan Jogiyanto (2000) terdapat tiga model yang dapat digunakan untuk mengestimasi *return* yang diharapkan, yaitu: *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

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

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

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

2.4. Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian yang dilakukan di Indonesia yang melihat apakah terdapat kandungan informasi dari pengumuman dividen yang menyebabkan terjadinya reaksi pasar.

Hasil penelitian Bandi dan Jogyanto Hartono (2000) menunjukkan bahwa pengumuman dividen menghasilkan reaksi volume yang berbeda dengan reaksi harga, hal ini akibat dari proporsi reaksi “berbeda” lebih tinggi dari pada reaksi “sama” atas pengumuman dividen. Temuan penelitian ini sejalan dengan teori tentang reaksi harga dan reaksi volume yang menyatakan bahwa perubahan harga mencerminkan kepercayaan atau pengharapan pasar secara agregat, sedangkan perubahan volume mencerminkan kepercayaan atau pengharapan investor individual.

Prasetiono (2000) meneliti bermakna tidaknya muatan informasi yang terkandung dalam naik turunnya dividen tunai yang dibagikan pada tahun 1997 untuk diukur rata-rata abnormal return saham secara signifikan, khususnya untuk kelompok dividen naik, kesimpulan adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

Kartini (2001) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi yang berguna bagi pemegang saham (pasar). Hipotesis ini didasarkan pada *dividend signaling theory* yang menyatakan bahwa seorang manajer yang mempunyai informasi yang lebih mendalam menggunakan dividen untuk menginformasikan kepada para pemegang saham tentang kualitas *earnings*. Hasil ini

menunjukkan bahwa pemegang saham di pasar modal Indonesia menggunakan informasi pengumuman dividen untuk melakukan keputusan investasi.

Sri Mulyati (2003) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap perubahan dividen dan *dividend yield* menghasilkan suatu kesimpulan sebagai berikut:

- Abnormal return yang signifikan terjadi pada peristiwa kenaikan dividen maupun peristiwa penurunan dividen, yaitu pada hari kelima sebelum pengumuman dividen naik dan hari kelima setelah pengumuman dividen turun. Ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen tunai mengandung informasi.
- Harga saham tidak dipengaruhi oleh *dividend yield* setelah menguji variabel spesifik perusahaan yang berupa *dividend yield* yang menunjukkan bahwa *relatif yield dan cash yield* baik secara individual maupun secara bersama-sama secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

Dian Agustin Puspitasari dan Banu Witono (2004) menyimpulkan bahwa secara keseluruhan tidak terdapat *information content* atas pengumuman dividen.

Hal ini disinyalir antara lain karena:

- Para investor lebih memepertimbangkan pergerakan saham untuk memperoleh *capital gain* dari pada memperoleh dividen, karena pengumuman dividen dianggap tidak mencerminkan kinerja perusahaan secara langsung.

- Banyaknya informasi lain di luar informasi naik turunnya dividen yang mempengaruhi keputusan investor diperkirakan berpengaruh pada pergerakan harga saham.

Hasil penelitian Krishnoe Rachmi Fitrijati, Sukirman, dan Choeruddin (2005) menghasilkan suatu kesimpulan bahwa:

- Secara keseluruhan pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham.
- Perusahaan yang mengumumkan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham kecuali pada hari (-2). Sedangkan pengumuman kenaikan dividen mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham hanya pada hari (-2) dan (-1).

Doddy Setiawan dan Sitti Subekti (2005) menyimpulkan bahwa pengumuman dividen di Indonesia selama krisis moneter mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor. Para investor menggunakan informasi tersebut untuk mengambil keputusan investasi.

2.5. Formulasi Hipotesis

Kester et. al (1996) menyatakan bahwa manajer perusahaan menggunakan dividen untuk sinyal prospek *earning* perusahaan dan pasar menggunakan pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai informasi untuk menilai harga

saham. Dari hal tersebut, maka investor dapat menganggap suatu pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai suatu sinyal positif maupun negatif.

Kenaikan dividen yang dibayarkan lebih tinggi dari yang diharapkan merupakan isyarat bahwa investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan profit pada masa mendatang meningkat, hal ini tentunya akan memberikan reaksi positif sehingga harga saham akan naik. Hal sebaliknya adalah jika penurunan dividen atau kenaikan dividen lebih kecil dari yang diharapkan, merupakan suatu pertanda atau isyarat bahwa laba yang akan diterima perusahaan pada waktu yang akan datang rendah. Perubahan harga saham setelah pembagian dividen menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi atau isyarat yang penting dalam pengumuman dividen tersebut (Brigham dan Houston, 1998 dikutip oleh Sri Mulyati (2003)). Dari tinjauan literatur dan penemuan empiris tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagaimana berikut ini:

- H1 : Pengumuman dividen meningkat berpengaruh (bereaksi) terhadap harga saham.
- H2 : Pengumuman dividen tetap berpengaruh (bereaksi) terhadap harga saham.
- H3 : Pengumuman dividen menurun berpengaruh (bereaksi) terhadap harga saham.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode tahun pengamatan dari tanggal 1 Januari 2003 sampai dengan tanggal 31 Desember 2004. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* dari populasi yang terdiri dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang membayar dividen pada tahun 2003 dan 2004. Adapun proses pemilihan sampel yang digunakan adalah dengan memilih perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang membayar dividen kas pada tahun 2003 dan 2004. Perusahaan-perusahaan yang terpilih inilah yang dijadikan sampel dalam penelitian ini.

3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang terdiri dari :

- a. Tanggal publikasi pengumuman pembayaran dividen.
- b. Harga saham dan IHSG harian.
- c. Dividen tiap lembar saham dan data *dividend yield*.

Data-data berupa data sekunder tersebut berasal dari berbagai sumber, antara lain: *Fact Book* BEJ 2003 dan 2004, *JSX Monthly Statistics*, dan database PACAP.

3.3. Penentuan Periode Pengamatan dan Periode Estimasi

Tanggal yang dianggap sebagai *event* pengumuman (*announcement date*) dividen adalah tanggal saat perusahaan mengumumkan pembagian dividennya di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan tanggal pengumuman dividen ini dilatarbelakangi pengertian bahwa dalam *event study* penentuan tanggal pengumuman haruslah pengumuman yang dianggap bisa memberikan kejutan bagi investor untuk pertama kalinya. Tanggal ini selanjutnya ditetapkan sebagai t-0. berdasarkan tanggal pengumuman tersebut kemudian ditentukan kisaran 5 hari sebelum tanggal pengumuman dividen dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen sebagai *event period* atau periode pengamatan. Penentuan periode pengamatan 11 hari, karena peneliti menganggap bahwa pengumuman dividen merupakan peristiwa yang bersifat rutin (setiap tahun terjadi) sehingga peristiwa tersebut kemungkinan sudah diantisipasi oleh para investor. Periode estimasi yang digunakan pada penelitian ini adalah selama 120 hari. Periode estimasi ini dilakukan sebelum periode peristiwa dilakukan, jadi mulai dari H-6 sampai dengan H-125. Tidak ada ketentuan berapa lamanya periode estimasi dan periode peristiwa. Jogyanto (2000) menyatakan bahwa lama periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 hari sampai dengan 250 hari.

3.4. Metode Analisis Data

Penelitian ini dianalisis dengan menggunakan *market model*. Penggunaan *market model* ini digunakan untuk menghitung *abnormal return*. *Abnormal return* dapat diketahui dengan membandingkan antara *return* sesungguhnya dengan *expected return*. Perhitungan *expected return* dengan *market model* dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *expected return* di periode peristiwa (Jogiyanto, 1998:539).

Analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi analisis data yang dilakukan pada waktu periode estimasi dan periode peristiwa dengan langkah-langkah seperti yang dilakukan oleh Jogiyanto (1998:340-356). Adapun langkah-langkah yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Periode Estimasi

1. Menghitung *return* saham harian individual. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_i}{P_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$ = return saham i pada waktu ke-t

$P_{i,t}$ = harga saham i pada waktu ke-t

$P_{i,t-1}$ = harga saham i pada waktu ke-t-1

D_i = dividen per lembar saham i

2. Menghitung *return* pasar harian harian yang diwakili oleh HSG. Tingkat *return* pasar dirumuskan sebagai berikut :

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Rm_t = *return* pasar harian pada waktu ke-t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada waktu ke-t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada waktu ke-t-1

3. Berdasarkan tingkat *return* di atas. dapat dibuat model ekspektasi tingkat keuntungan dengan menggunakan market model. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \epsilon_{i,t}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$ = *return* saham i pada waktu ke-t

α_i = bagian tingkat keuntungan saham i yang tidak tergantung oleh *return* pasar

β_i = sensitivitas perubahan tingkat keuntungan saham i terhadap *return* pasar

Rm_t = *return* pasar harian pada waktu ke-t

$\epsilon_{i,t}$ = kesalahan residu saham i pada waktu ke-t

Dengan meregresikan *return* saham terhadap *return* pasar dengan menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) dalam excel maka akan diperoleh α dan β masing-masing saham.

4. Menghitung rata-rata return saham. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\bar{R}_i = \frac{\sum_{t=j_1}^{j_2} R_{i,t}}{k}$$

Keterangan :

\bar{R}_i = rata-rata return saham i (average return) pada periode estimasi

$R_{i,t}$ = return saham i pada waktu ke-t

k = jumlah hari di periode estimasi yaitu mulai hari ke- j_1 sampai hari ke- j_2

5. Menghitung kesalahan standar estimasi untuk masing-masing saham.

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=j_1}^{j_2} (R_{i,t} - \bar{R}_i)^2}{T-2}}$$

Keterangan :

KSE_i = kesalahan standar estimasi untuk saham i

$R_{i,t}$ = return saham i pada waktu ke-t selama periode estimasi

\bar{R}_i = rata-rata return saham i selama periode estimasi

T = jumlah hari di periode estimasi yaitu dari hari ke- j_1 sampai hari ke- j_2

b. Periode peristiwa

- 1) Menghitung return saham harian individual
- 2) Menghitung return pasar harian individual
- 3) Menghitung expected return dari periode peristiwa dengan menggunakan α dan β yang diperoleh dari perhitungan sebagaimana pada periode estimasi. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$ER_{i-t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m_i}$$

Keterangan :

ER_{i-t} = expected return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

α_i = bagian tingkat keuntungan saham i yang tidak tergantung oleh return pasar pada periode estimasi

β_i = sensitivitas perubahan tingkat keuntungan saham i terhadap return pasar pada periode estimasi

R_{m_i} = return pasar harian pada waktu ke-t pada periode peristiwa

- 4) Menghitung abnormal return saham individual selama periode peristiwa kemudian dikelompokkan ke dalam dividen naik, dividen tetap dan dividen turun. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$AR_{i-t} = R_{i-t} - ER_{i-t}$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham i dan waktu ke-t selama periode peristiwa

$R_{i,t}$ = return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

$AR_{i,t}$ = expected return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

- 5) Menghitung rata-rata abnormal return. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n}$$

Keterangan :

AAR_t = rata-rata abnormal return (average abnormal return) pada waktu ke-t

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

n = ukuran sampel

- 6) Menghitung abnormal return standarisasi setiap saham selama periode peristiwa. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$ARS_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE_t}$$

Keterangan :

$ARS_{i,t}$ = abnormal return standarisasi saham i pada waktu ke-t

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

KSE_i = kesalahan standar estimasi untuk saham i

3.5. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji t dua sisi dan hipotesis operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Hipotesis Pertama

H_0 = Pengumuman kenaikan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham

H_a = Pengumuman kenaikan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham

b. Hipotesis Kedua

H_0 = Pengumuman dividen tetap tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham

H_a = Pengumuman dividen tetap mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham

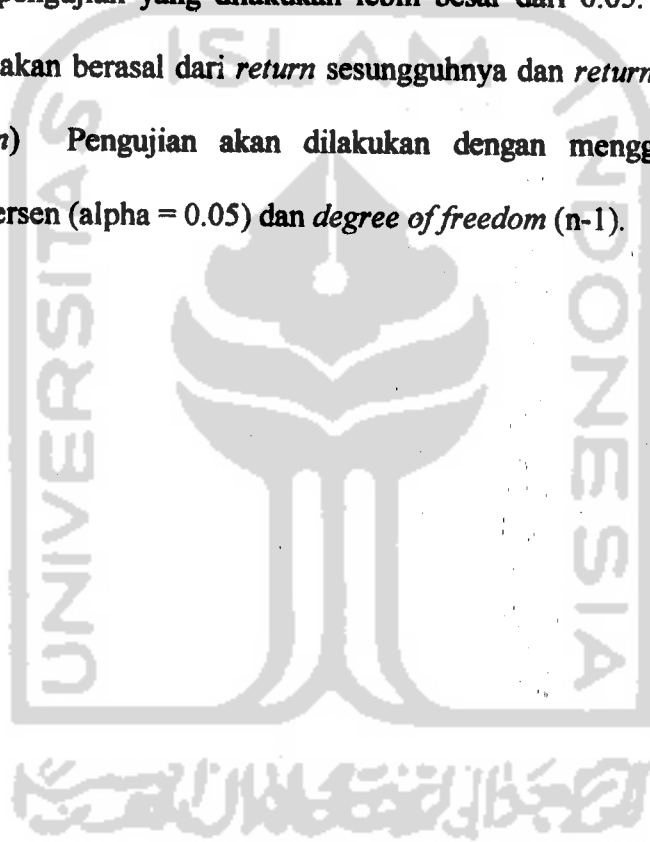
c. Hipotesis Ketiga

H_0 = Pengumuman dividen menurun tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham

H_a = Pengumuman dividen menurun mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham

3.6. Kriteria Penerimaan Hipotesis

Hipotesis 1, 2, dan 3 akan diterima apabila *abnormal return* berada di daerah penolakan H_0 atau menerima H_1 . Kriteria H_0 diterima adalah apabila tingkat signifikansi dari pengujian yang dilakukan lebih besar dari 0.05. *Abnormal return* yang akan digunakan berasal dari *return* sesungguhnya dan *return* yang diharapkan (*expected return*). Pengujian akan dilakukan dengan menggunakan *level of confidence* 95 persen ($\alpha = 0.05$) dan *degree of freedom* ($n-1$).



BAB IV
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode tahun pengamatan dari tanggal 1 Januari 2003 sampai dengan 31 Desember 2004. Kriteria sampel yang dipilih adalah perusahaan manufaktur yang mengumumkan dividen pada tahun 2003 dan 2004. Berikut ini adalah tabel hasil pemilihan sampel:

Tabel 4.1

	Jumlah
Populasi	150
Perusahaan manufaktur yang tidak mengumumkan dividen kas pada tahun 2003 dan 2004	121
Sampel yang dipilih	29

Daftar perusahaan yang terpilih sebagai sampel dapat dilihat dengan jelas pada lampiran I. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, diperoleh sebanyak 29 sampel perusahaan manufaktur

dengan perincian, 14 perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat, 5 perusahaan mengumumkan dividen tetap, dan 10 perusahaan yang mengumumkan dividen menurun. Data secara lengkap dapat dilihat dalam tabel dalam lampiran II, sedangkan data perusahaan sampel yang mengumumkan dividen meningkat, tetap, dan menurun ada dalam III.

Berdasarkan analisis secara diskriptif tanpa dilakukan suatu pengujian terhadap data tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta (BEJ) banyak yang membayar dividennya meningkat dan menurun. Dari data yang diperoleh sangat sedikit sekali perusahaan yang membayar dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang tetap atau konstan. Hal ini bisa diindikasikan bahwa pasca terjadinya krisis ekonomi yang terjadi beberapa waktu lalu di Indonesia, banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia yang sedang mengalami masa pertumbuhan, sehingga kondisi perusahaan relatif tidak stabil dan pada akhirnya banyak perusahaan yang cenderung memilih kebijakan membayar dividen menurun ataupun meningkat dari tahun sebelumnya.

4.2. Data yang Digunakan

Data yang digunakan dalam pengujian ini adalah data *abnormal return standarisasi*. Dari data *abnormal return standarisasi* tersebut kemudian uji t dua sisi dilakukan untuk mengetahui apakah hipotesis dapat diterima atau ditolak. Berikut ini

adalah contoh bagaimana cara memperoleh *abnormal return* Semen Gresik (Persero)

Tbk pada tanggal 7/6/2004.

1. Menghitung return saham harian individual

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_i}{P_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$ = return saham i pada waktu ke-t

$P_{i,t}$ = harga saham i pada waktu ke-t

$P_{i,t-1}$ = harga saham i pada waktu ke-t-1

D_i = dividen per lembar saham i

$$R_{i,t} = (8000 - 8000 + 174.68) / 8000 = 0.021835$$

2. Menghitung return pasar harian individual

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

$R_{m,t}$ = return pasar harian pada waktu ke-t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada waktu ke-t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada waktu ke-t-1

$$R_{m,t} = (768.255 - 745.025) / 745.025 = 0.03118$$

3. Menghitung expected return dari periode peristiwa dengan menggunakan

α dan β yang diperoleh dengan meregresikan *return* saham terhadap *return* pasar. Hasil dari regresi ini selengkapnya ada dalam lampiran IV.

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t}$$

Keterangan :

ER_{i-t} = expected return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

α_i = bagian tingkat keuntungan saham i yang tidak tergantung oleh return pasar pada periode estimasi

β_i = sensitivitas perubahan tingkat keuntungan saham i terhadap return pasar pada periode estimasi

R_{m_i} = return pasar harian pada waktu ke-t pada periode peristiwa

ER_{i-t} yang diperoleh berdasarkan rumus di atas adalah 0.113954.

4. Menghitung abnormal return saham individual selama periode peristiwa kemudian dikelompokkan ke dalam dividen naik, dividen tetap dan dividen turun. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$AR_{i-t} = R_{i-t} - ER_{i-t}$$

Keterangan :

AR_{i-t} = abnormal return saham i dan waktu ke-t selama periode peristiwa

R_{i-t} = return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

ER_{i-t} = expected return saham i pada waktu ke-t selama periode peristiwa

Abnormal return yang diperoleh dari rumus di atas adalah 0.021835-0.113954 = -0.09212

Setelah *abnormal return* dapat diketahui, langkah selanjutnya adalah menghitung *abnormal return standarisasi*, yaitu dengan cara membagi *abnormal return* masing-masing emiten pada periode peristiwa dengan kesalahan standar

estimasi masing-masing emiten. *Abnormal return* standarisasi inilah yang digunakan untuk menghitung dan mengetahui besarnya nilai *t* hitung. Data selengkapnya mengenai *abnormal return* yang akan digunakan dalam pengujian ini terdapat dalam lampiran V.

4.3. Uji Hipotesis

4.3.1. Pengaruh Pengumuman Dividen Meningkatkan terhadap Harga Saham

Tabel 4.2 menyajikan hasil pengujian hipotesis kandungan informasi kenaikan dividen (pembayaran dividen meningkat) yang dibayarkan di seputar periode peristiwa, yaitu lima hari sebelum peristiwa sampai dengan lima hari setelah peristiwa. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji *t* dua sisi dengan menggunakan *level of confidence* 95 persen ($\alpha = 0.05$) dan *degree of freedom* ($n-1$) dengan $n = 14$.

Hasil pengujian *abnormal return* perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat secara statistik dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2

	t	df	Sig. (2-tailed)	Hipotesis
H-5	-1.112	13	0.286	Ho diterima
H-4	-1.121	13	0.282	Ho diterima
H-3	-1.066	13	0.306	Ho diterima
H-2	-1.086	13	0.297	Ho diterima

H-1	-1.060	13	0.309	Ho diterima
0	-1.063	13	0.307	Ho diterima
H+1	-1.086	13	0.297	Ho diterima
H+2	-1.102	13	0.291	Ho diterima
H+3	-1.061	13	0.308	Ho diterima
H+4	-1.088	13	0.296	Ho diterima
H+5	-1.094	13	0.294	Ho diterima

*Sumber terdapat dalam lampiran VI

Dari data tabel di atas memberikan hasil bahwa pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Jakarta pada perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini ditandai dengan H_0 yang diterima secara keseluruhan sebagaimana disebutkan dalam tabel di atas. Hasil dari pengujian ini ternyata sangat berbeda dengan teori yang menyatakan bahwa "dividen yang tinggi, akan meningkatkan nilai saham". Teori ini dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang berpandangan bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio*, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan yang tercermin dengan naiknya harga saham. Gordon dan Lintner berpendapat bahwa investor menilai *dividen payout ratio* lebih besar dari pada pertumbuhan, karena mereka merasa lebih yakin jika menerima dividen dibandingkan jika menerima *caital gain* dari laba yang ditahan. Pendapat ini terkenal dengan sebutan *the bird in the hand fallacy*.

Hasil dari pengujian ini juga berbeda dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Kartini (2001) dan Sri Mulyati (2003) yang mana kedua peneliti tersebut menghasilkan sebuah penelitian yang menyatakan bahwa adanya pengumuman dividen mengandung informasi yang bermanfaat bagi para pemegang saham dan adanya pengumuman dividen naik menghasilkan *abnormal return* yang signifikan.

Selain terdapat teori dan hasil-hasil penelitian yang berbeda dari hasil pengujian ini, terdapat juga teori dan penelitian-penelitian lain yang mendukung dan sependapat dengan hasil dari pengujian ini yang mana menyatakan bahwa pengumuman kenaikan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Teori yang mendukung hasil dari penelitian ini adalah teori yang menyatakan bahwa “kebijakan dividen adalah tidak relevan”. Teori ini dikemukakan oleh Martin, Petty, Keown, Scott, Miller, dan Modigliani. Dasar dari penelitian ini adalah bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sebagaimana telah disebutkan dalam kajian pustaka bahwa posisi yang mengatakan bahwa dividen tidaklah penting didasarkan pada dua prasyarat:

1. Diasumsikan bahwa keputusan investasi dan pinjaman sudah dibuat dan keputusan ini tidak akan dirubah oleh berapa pun jumlah pembayaran dividen.
2. Pasar modal sempurna (*“perfect” capital markets*) diasumsikan ada.

Pembayaran dividen perusahaan akan dapat mempengaruhi harga saham jika pemegang saham tidak memiliki cara lain untuk menerima pendapatan dari investasi. Kondisi yang demikian pada saat ini sangatlah jarang terjadi, sehingga para pemegang saham tidak hanya mengandalkan pendapatannya dari pendapatan investasi saja.

Hasil dari penelitian yang mendukung dari penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Prasetiono (2000), Puspitasari dan Witono (2004), serta Fitrijadi, Sukirman, dan Choeruddin (2005). Prasetiono (2000) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen khususnya pada kelompok yang mengumumkan dividen naik. Sedangkan Puspitasari dan Witono (2004) menyebutkan bahwa secara keseluruhan tidak terdapat *information content* atas pengumuman dividen. Fitrijadi, Sukirman, dan Choeruddin (2005) menyimpulkan bahwa secara keseluruhan pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham.

Kondisi yang mana menyebabkan pengumuman dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham menurut Puspitasari Dan Witono (2004) sebagaimana yang telah disebutkan dalam kajian pustaka dari penelitian ini adalah:

- Para investor lebih mempertimbangkan pergerakan saham untuk memperoleh *capital gain* dari pada memperoleh dividen, karena pengumuman dividen dianggap tidak mencerminkan kinerja perusahaan secara langsung.

- Banyaknya informasi lain di luar informasi naik turunnya dividen yang mempengaruhi keputusan investor diperkirakan berpengaruh pada pergerakan harga saham.

4.3.2. Pengaruh Pengumuman Dividen Tetap terhadap Harga Saham

Tabel 4.5 menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis kandungan informasi dividen tetap yang dibayarkan di seputar hari peristiwa, yaitu lima hari sebelum peristiwa sampai dengan lima hari setelah peristiwa. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji t dua sisi dengan menggunakan *level of confidence* 95 persen ($\alpha = 0.05$) dan *degree of freedom* (n-1) dengan n = 5.

Hasil pengujian abnormal return perusahaan yang mengumumkan dividen tetap secara statistik dapat dilihat pada tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3

	t	df	Sig. (2-tailed)	Hipotesis
H-5	-0.377	4	0.725	Ho diterima
H-4	-0.063	4	0.953	Ho diterima
H-3	-0.128	4	0.905	Ho diterima
H-2	0.315	4	0.769	Ho diterima
H-1	-1.934	4	0.125	Ho diterima
0	-2.543	4	0.064	Ho diterima
H+1	-0.855	4	0.441	Ho diterima
H+2	-0.735	4	0.503	Ho diterima

H+3	-2.386	4	0.075	Ho diterima
H+4	0.427	4	0.691	Ho diterima
H+5	-1.771	4	0.151	Ho diterima

**Sumber terdapat dalam lampiran VII*

Dari data tabel di atas memberikan hasil bahwa pengumuman dividen tetap di Bursa Efek Jakarta pada perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini ditandai dengan Ho yang diterima secara keseluruhan sebagaimana disebutkan dalam tabel di atas.

Maksud dari pemberian dividen yang stabil adalah kondisi dimana perusahaan pada masa tertentu menetapkan suatu jumlah dividen tertentu kemudian dipertahankan. Tidak ada kenaikan dividen kecuali terdapat kenaikan laba. Cara yang seperti ini mempunyai beberapa kelebihan, diantaranya adalah:

1. Meningkatkan harga saham, karena dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai resiko yang lebih kecil.
2. Sifatnya yang reguler akan menarik bagi investor yang memanfaatkan dividen tersebut sebagai sarana konsumsi.

Bentuk kebijaksanaan dividen yang berfluktuatif dianggap oleh sebagian investor kurang menguntungkan. Adanya kebijaksanaan dividen yang berfluktuasi berarti dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan berfluktuasi juga. Dividen yang cenderung berfluktuasi tidak akan menarik bagi investor, karena

mereka beranggapan bahwa hal ini dapat mengindikasikan kondisi dan kinerja perusahaan yang tidak stabil, sehingga prospek perusahaan belum dapat dipastikan.

Terdapat beberapa sebab yang membuat para investor cenderung menyukai pembayaran dividen yang stabil. Penyebab-penyebab itu antara lain:

1. **Muatan informasi.** Jika laba perusahaan menurun namun perusahaan tidak mengurangi dividennya, pasar akan memiliki kepercayaan yang lebih tinggi terhadap saham dari pada jika perusahaan mengurangi pembayaran dividen. Dividen stabil berisikan pandangan manajemen bahwa masa depan perusahaan lebih baik dari pada yang direfleksikan oleh penurunan laba. Maka manajemen dapat mempengaruhi investor melalui informasi yang terkandung pada dividen. Manajemen tidak dapat menipu pasar secara permanen. Jika terdapat tren laba yang menurun, dividen yang stabil tidak dapat selamanya memberikan kesan masa depan yang menjanjikan. Lebih jauh lagi, jika perusahaan berada dalam usaha yang tidak stabil dengan perusahaan laba yang tinggi, dividen yang stabil tidak dapat memberikan khayalan adanya stabilitas.
2. **Keinginan memperoleh hasil saat ini.** Faktor kedua menginginkan adanya dividen yang stabil. Investor yang menginginkan laba berkala tertentu akan memilih perusahaan dengan dividen yang stabil dari pada perusahaan dengan dividen yang tidak stabil, walaupun kedua perusahaan memiliki pola laba dan pembayaran dividen jangka panjang yang sama. Walaupun

investor dapat menjual sebagian saham biasa yang mereka miliki untuk memperoleh penghasilan pada saat dividen tidak mencukupi mereka saat ini, banyak investor enggan memakai uang pokok. Lebih jauh lagi, pada saat perusahaan mengurangi dividennya, laba biasanya menurun, dan demikian pula dengan harga pasar saham biasa. Secara keseluruhan, investor sadar penghasilan menempatkan nilai yang lebih tinggi bagi dividen stabil, walaupun mereka dapat saja menjual beberapa saham yang dimiliki untuk memperoleh penghasilan.

- 3. Pertimbangan-pertimbangan kelembagaan.** Dividen stabil mungkin menguntungkan dari sudut pandang hukum karena mengizinkan beberapa investor kelembagaan tertentu untuk membeli saham biasa. Berbagai lembaga pemerintah menyiapkan daftar sekuritas yang disetujui untuk dapat dibeli oleh dana pensiun, bank tabungan, *trustee*, perusahaan asuransi, dan institusi tertentu. Perusahaan yang menjual sekuritas harus memiliki pola dividen yang tetap untuk memenuhi kualifikasi. Adanya penurunan dividen dapat menyebabkan dikeluarkannya sekuritas perusahaan dari daftar yang telah disetujui. Pernyataan yang mendukung bahwa dividen stabil memiliki pengaruh positif terhadap harga pasar saham hanya merupakan pendapat, karena hanya sedikit bukti empiris yang dapat dikumpulkanyang berhubungan dengan hal itu. Walaupun penyelidikan atas saham individu pada saat laba mengalami penurunan, tetapi belum ada

penyelidikan menyeluruh terhadap sejumlah besar saham mengenai hubungan antara stabilitas dividen dan penilaian. Walaupun begitu, semua perusahaan berusaha untuk dapat memiliki dividen stabil. Hal ini sesuai dengan pendapat bahwa dividen stabil memiliki pengaruh positif terhadap nilai.

4. **Sasaran rasio pembayaran.** Sejumlah perusahaan mengikuti kebijakan sasaran rasio pembayaran dividen dalam jangka panjang, John Lintner menyatakan bahwa dividen disesuaikan terhadap perubahan laba, namun hanya dengan gerakan lambat. Pada saat laba meningkat ke tingkat tertentu, perusahaan meningkatkan dividen hanya jika perusahaan merasa dapat mempertahankan peningkatan laba tersebut. Perusahaan-perusahaan merasa enggan untuk menurunkan jumlah absolut dividen kas mereka. Kedua faktor ini membantu menjelaskan mengapa perubahan dividen lebih lambat dari pada perubahan laba. Dalam keadaan ekonomi yang berubah-ubah, hubungan gerakan lambat ini menjadi semakin jelas pada saat laba ditahan meningkat sehubungan dengan dividen. Berlawanan dengan hal tersebut, laba ditahan akan menurun relatif terhadap dividen.

Dari hasil penelitian di atas ternyata pengumuman dividen tetap tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Keadaan yang demikian terjadi kemungkinan akibat adanya asumsi bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh

terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan banyak dari investor yang mempunyai asumsi bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi dan bukan hanya terletak pada pembayaran dividen yang relatif stabil pada tiap pembayarannya, karena pembayaran dividen yang stabil tidak menjamin bahwa kondisi dan prospek perusahaan tersebut menjadi lebih baik.

4.3.3. Pengaruh Pengumuman Dividen Menurun terhadap Harga Saham

Tabel 4.4 menyajikan hasil pengujian hipotesis kandungan informasi penurunan dividen (pembayaran dividen menurun) yang dibayarkan di seputar periode peristiwa, yaitu lima hari sebelum peristiwa sampai dengan lima hari setelah peristiwa. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji t dua sisi dengan menggunakan *level of confidence* 95 persen ($\alpha = 0.05$) dan *degree of freedom* (n-1) dengan n = 10.

Hasil pengujian abnormal return dividen menurun secara statistik dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini:

Tabel 4.4

	t	Df	Sig. (2-tailed)	Hipotesis
H-5	1.434	9	0.185	Ho diterima
H-4	-0.658	9	0.527	Ho diterima
H-3	-0.693	9	0.506	Ho diterima
H-2	-1.047	9	0.322	Ho diterima
H-1	-0.747	9	0.474	Ho diterima
0	-0.011	9	0.991	Ho diterima
H+1	-0.424	9	0.681	Ho diterima
H+2	-0.662	9	0.524	Ho diterima
H+3	-0.767	9	0.463	Ho diterima
H+4	-0.993	9	0.347	Ho diterima
H+5	-1.023	9	0.333	Ho diterima

*Sumber terdapat dalam lampiran VIII

Dari data tabel di atas memberikan hasil bahwa pengumuman dividen menurun di Bursa Efek Jakarta pada perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini ditandai dengan Ho yang diterima secara keseluruhan sebagaimana disebutkan dalam tabel di atas. Tidak berpengaruhnya harga saham akibat adanya pengumuman dividen yang menurun sesuai dengan teori “ketidakrelevanan dividen”. Modigliani dan Miller memberikan argumen yang lengkap mengenai dividen. Mereka mengatakan rasio

pembayaran dividen hanya merupakan bagian kecil saja dari keputusan investasi perusahaan. Pembayaran dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham, lebih jauh mereka mengatakan nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh kekuatan aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba, atau kebijakan investasinya, dan perlakuan alokasi laba menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller juga mengasumsikan adanya pasar modal sempurna dimana tidak terdapat biaya transaksi, biaya pengambangan pada perusahaan yang menerbitkan sekuritas, dan tidak ada pajak. Selain itu juga diasumsikan laba perusahaan diketahui dengan pasti.

Pokok persoalan argumen Modigliani dan Miller adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen kepada kekayaan pemegang saham sepenuhnya diimbangi oleh sarana pendanaan lain. Pertama-tama penambahan modal ekuitas diperoleh dari penjualan tambahan saham biasa, bukan dari laba ditahan. Setelah perusahaan membuat keputusan investasi, selanjutnya harus diputuskan apakah (1) laba akan ditahan atau (2) laba akan digunakan untuk membayar dividen dan menjual saham sejumlah dividen tersebut untuk mendanai investasi. Menurut Modigliani dan Miller jumlah nilai diskonto per lembar saham biasa disebabkan adanya penipisan (*dilution*) karena pendanaan ekuitas eksternal sepenuhnya diimbangi oleh pembayaran dividen. Jadi apakah laba yang diterima akan dibayarkan dalam bentuk dividen atau ditahan oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi pemegang saham dan harga saham.

Pembahasan di atas akan menimbulkan pertanyaan sehubungan dengan pernyataan bahwa dividen merupakan dasar dalam penilaian saham biasa. Walaupun nilai pasar saham biasa masih merupakan nilai sekarang seluruh dividen yang diharapkan, namun waktu dan besarnya pembayaran dividen dapat berbeda-beda. Ketidakrelevanan dividen menyatakan bahwa nilai sekarang dividen di masa depan tidak akan berubah walaupun terdapat perubahan waktu dan pembayaran dividen menurut kebijakan dividen. Pendapat tersebut tidak menyatakan bahwa dividen, termasuk dividen likuidasi, tidak pernah dibayarkan. Sebaliknya dinyatakan bahwa penundaan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham di atas.

Ketidakrelevanan dividen juga menggunakan asumsi bahwa terdapat pasar modal yang sempurna dan laba perusahaan di masa depan dapat diketahui dengan pasti.

Investor dapat meniru aliran dividen yang mungkin dapat dibayarkan oleh perusahaan di masa depan namun tidak saat ini. Jika dividen lebih rendah dari yang diharapkan, investor dapat menjual sahamnya untuk memperoleh distribusi kas yang mereka inginkan. Jika dividen lebih tinggi dari yang diharapkan, investor dapat menggunakan diiden tersebut untuk membeli tambahan saham perusahaan. Maka, investor dapat menghasilkan dividen “buatan sendiri” sesuai keinginan mereka. Agar keputusan perusahaan memiliki nilai, penilaian harus dapat melakukan sesuatu bagi para pemegang saham yang tidak dapat dilakukan oleh pemegang saham itu sendiri, yang merupakan pengganti sempurna dividen perusahaan, maka kebijakan dividen

tidak relevan. Untuk itu, satu kebijakan dividen sama baiknya dengan kebijakan dividen lainnya. Perusahaan tidak dapat menciptakan nilai hanya dengan mengubah bauran dividen laba ditahan. Seperti pada teori struktur modal, terdapat perlindungan nilai sehingga jumlah total tetap sama.

Terdapat beberapa sebab mengapa perusahaan mengambil kebijakan pemberian dividen menurun atau lebih kecil dari tahun sebelumnya.

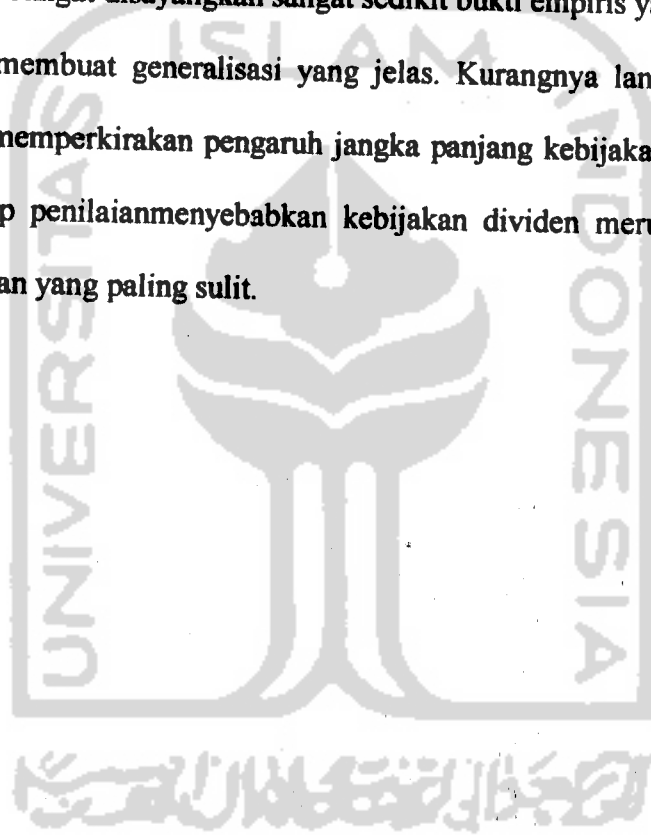
1. **Likuiditas.** Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam keputusan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang berkembang dan menguntungkan mungkin tidak *liquid* karena dana yang dimilikinya digunakan untuk keperluan aktiva tetap dan modal kerja permanen. Manajemen perusahaan biasanya ingin memeperthankan tingkat likuiditas tertentu untuk memberikan perlindungan dan fleksibilitas keuangan terhadap ketidakpastian. Untuk mencapai tujuan tersebut, manajemen perusahaan mungkin melakukan penolakan untuk membayar dividen dalam jumlah besar.
2. **Kemampuan untuk meminjam.** Posisi *liquid* bukan merupakan satu-satunya cara memberikan perlindungan dan fleksibilitas keuangan terhadap ketidakpastian. Jika memiliki kemampuan untuk memperoleh pinjaman dalam waktu singkat, perusahaan dapat dikatakan memiliki fleksibilitas

keuangan yang relatif baik. Kemampuan meminjam ini dapat berupa batas kredit atau perjanjian kredit beruntun dari bank, atau kemauan tidak resmi kelembagaan keuangan untuk memperluas kredit. Selain itu, fleksibilitas keuangan dapat berasal dari kemampuan perusahaan untuk menembus pasar modal dengan menerbitkan obligasi. Semakin besar kemampuan meminjam perusahaan, semakin besar fleksibilitas keuangan dan semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen kas. Jika perusahaan dapat melakukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak perlu terlalu mengkhawatirkan pengaruh dividen kas terhadap likuiditas perusahaan.

- 3. Batasan-batasan dalam perjanjian hutang.** Perjanjian perlindungan dalam perjanjian obligasi atau pinjaman seringkali berisikan batasan-batasan pembayaran dividen. Batasan ini digunakan oleh pemberi pinjaman untuk menjaga kemampuan perusahaan untuk membayar hutang. Biasanya batasan ini dinyatakan sebagai persentase maksimum laba ditahan kumulatif perusahaan. Jika batasan ini harus diterapkan, maka akan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Terkadang manajemen perusahaan menerima batasan dividen yang diberikan pemberi pinjaman karena perusahaan tidak harus melakukan pembenaran laba ditahan kepada pemegang saham. Manajemen perusahaan dapat menjadikan batasan tersebut sebagai alasan tidak membayar dividen.

4. **Pengendalian.** Jika perusahaan membayar dividen dalam jumlah besar, perusahaan kemudian perlu mencari modal melalui penjualan saham untuk mendanai peluang investasi yang memungkinkan. Dalam situasi tersebut kepentingan pengendalian perusahaan mungkin menipis jika pemegang saham yang memiliki kendali tidak mau atau tidak dapat memesan saham tambahan. Para pemegang saham ini lebih memilih pembayaran dividen yang rendah dan pendanaan kebutuhan investasi melalui laba ditahan. Kebijakan dividen ini mungkin tidak memaksimalkan kekayaan keseluruhan pemegang saham, namun kebijakan dividen tersebut dilakukan demi kepentingan terbaik pihak yang memiliki kendali. Pengendalian dapat dilakukan dengan cara lain yang sangat berbeda. Jika perusahaan ingin diakuisisi oleh perusahaan lain, pembayaran dividen yang rendah merupakan keuntungan bagi "pihak luar" yang ingin memiliki kendali atas perusahaan. Pihak luar ini dapat meyakinkan pemegang saham bahwa perusahaan tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan pihak luar ini dapat melakukan hal yang lebih baik. Akibatnya, perusahaan dalam ancaman akuisisi mungkin menetapkan pembayaran dividen yang tinggi untuk menyenangkan pemegang saham.
5. **Beberapa pengamatan terakhir.** Dalam menentukan pembayaran dividen, perusahaan akan menganalisa sejumlah faktor yang ditentukan di atas. Faktor-faktor ini mempengaruhi batasan hukum dan batasan lain dimana

dividen dapat dibayarkan. Jika perusahaan membayar dividen dari kelebihan dana residualnya, berarti manajemen dan dewan direksi yakin bahwa pembayaran memiliki pengaruh positif bagi kekayaan pemegang saham. Sangat disayangkan sangat sedikit bukti empiris yang tersedia untuk membuat generalisasi yang jelas. Kurangnya landasan perusahaan untuk memperkirakan pengaruh jangka panjang kebijakan dividen tertentu terhadap penilaian menyebabkan kebijakan dividen merupakan keputusan kebijakan yang paling sulit.



BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dari hipotesis yang ada dalam penelitian ini, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat dan menurun secara keseluruhan tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini menjadi pertanda bahwa para investor tidak terlalu mementingkan adanya pengumuman dividen meningkat dan dividen menurun yang dikeluarkan perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa “kebijakan dividen tidak relevan”.
2. Perusahaan yang mengumumkan dividen tetap secara keseluruhan juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Hal ini menjadi pertanda bahwa para investor tidak melihat bahwa adanya pengumuman dividen tetap sebagai indikasi bahwa perusahaan tersebut berada dalam keadaan yang stabil. Hal ini dimungkinkan terjadi karena para investor tidak hanya melihat stabilitas perusahaan dari pembayaran dividen yang relatif stabil dari tahun ke tahun.

5.2. Keterbatasan dan Saran Penelitian Berikutnya

1. Pada penelitian ini diperoleh hasil bahwa pengumuman dividen meningkat, dividen tetap, dan dividen menurun tidak memberikan reaksi terhadap harga saham. Sebenarnya muncul atau tidaknya reaksi tersebut tidak hanya disebabkan oleh adanya peningkatan atau penurunan dividen. Dikarenakan hal tersebut, maka pada penelitian selanjutnya pengumuman dividen dapat dikaitkan dengan prospek perusahaan. Misalnya apakah kenaikan dividen diikuti dengan penambahan investasi, apakah penurunan dividen diikuti dengan penurunan *earning*, atau penurunan dividen diikuti dengan penambahan investasi.
2. Penelitian ini hanya memfokuskan pada perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur saja yang membayarkan dividen pada tahun 2003 dan 2004, sehingga menyebabkan sampel yang diperoleh tidak terlalu banyak. Oleh karena itu pada masa yang akan datang, pengujian ini bisa dilakukan dengan menggunakan sampel yang lebih banyak dan waktu pengamatan yang lebih panjang. Hal ini mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik.
3. Periode pengamatan yang dilakukan selama 120 hari ternyata belum memberikan hasil seperti yang diharapkan, sehingga pada penelitian selanjutnya diharapkan periode pengamatan menggunakan rentang waktu yang lebih panjang lagi dari 120 hari.

DAFTAR PUSTAKA

- Basri, Drs., *Manajemen Keuangan Edisi Ketiga*, BPFE Yogyakarta, Juli 1995.
- Brigham, Eugene F., *Fundamentals of Financial Management 7th Edition*, The Dryden Press, New York, 1995.
- Dian Agustin Puspitasari dan Banu Witono, *Manfaat Informasi Rasio Keuangan dalam Memprediksi Laba*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 3 No. 2, September 2004.
- Hartono, Jogiyanto, *Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 3, No. 2, Juli 2000.
- Hatta, Atika Jauhari, *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*, JAAI Vol. 6, No. 2, Desember 2002.
- Herdiansyah, Dedi dkk., *Pengumuman Dividen Reguler terhadap Future Unexpected Earnings*, Jurnal Siasat Bisnis No. 7, Vol. 1, 2002.
- Ibnu Khajar, *Analisis Pengaruh Pengumuman Laba terhadap Harga Saham*, EKOBIS Vol. 6, No. 1, Januari 2005.
- Husnan, Suad, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta, 1998.
- Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta, 1998.
- Kartini, *Analisis Reaksi Pemegang Saham terhadap Pengumuman Perubahan Dividen di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Siasat Bisnis, No. 6, Vol. 2, 2001.
- Kester, G.W, R.P. Chang, E.S. Echanis dan S. Sudigno, *Dividend and Capital Structural Policy in Indonesia and the Philippines: The View of Executive of Listed Firm*, Philippine Management Review, 1996.
- Keown, Arthur J. dkk, *Financial Management: Principles and Applications*, Ninth Edition, Pearson Education Inc., New Jersey, 2002.

- Krisnoe Rachmi Fitrijadi, Sukirman, Choeruddin, *Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham pada Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Jakarta*, JEBA Vol. 7 No. 1, Maret 2005.
- Natarsyah, Syahib, *Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 15, No. 3, 2000.
- Nur Fatah, Drs., MBA., *Manajemen Keuangan Seri Ketiga*, CV. Asona, Jakarta, 1996.
- Rosalina, SE., *Analisis Statistik Menggunakan Aplikasi Excel*, Alfabeta CV., Bandung, 2005.
- Prasetiono, *Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta*, Media Ekonomi dan Bisnis, Vol. XII, 2000.
- Pujiono, *Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham pada Waktu Ex-dividend Day*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 5, No. 2, Mei 2002.
- Setiawan, Doddy, *Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta selama Krisis Moneter)*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 8, No. 2, Mei 2005.
- Sri Mulyati, *Reaksi Harga Saham terhadap Perubahan Dividen Tunai dan Dividend Yield*, JSB No. 8 Vol. 2, Desember 2003.
- Utomo, Yuni Prihadi, *Penggunaan Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi*, EMPIRIKA, No. 18, 1996.
- Van Horne, James dan John M. Machowicz, JR di Indonesiakan oleh Heru Sutojo, *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta, 1997.



**Daftar Nama Perusahaan Sampel dan Tanggal Pengumuman Dividen Tahun
2004**

No.	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan	Tanggal Pengumuman
1.	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk.	7/6/2004
2.	INDR	Indorama Syntetics Tbk.	7/6/2004
3.	MYOR	Mayora Indah Tbk.	6/22/2004
4.	SUGI	Sugi Samapersada Tbk.	6/30/2004
5.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	6/28/2004
6.	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk.	6/28/2004
7.	AQUA	Aqua Golden Missisipi Tbk.	5/28/2004
8.	DYNA	Dynaplast Tbk	7/1/2004
9.	SQBI	Bristol-Myers Squibb Tbk.	7/6/2004
10.	SCCO	Sucaco Tbk.	6/4/2004
11.	INCI	Intanwijaya Internasional Tbk.	6/18/2004
12.	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk.	2/16/2004
13.	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk.	6/15/2004
14.	GGRM	Gudang Garam Tbk.	6/28/2004
15.	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk.	5/25/2004
16.	LION	Lion Metal Works Tbk.	5/21/2004
17.	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk.	6/7/2004
18.	DLTA	Delta Djakarta Tbk.	6/17/2004
19.	AMFG	Asahimat Flat Glass Tbk.	6/22/2004
20.	BATA	Sepatu Bata Tbk.	5/26/2004
21.	ARNA	Arwana Citramulia Tbk.	5/1/2004
22.	CTBN	Citra Tubindo Tbk.	7/13/2004
23.	MERK	Merck Tbk.	4/14/2004
24.	ACAP	Andhi Chandra Automotive Tbk.	4/7/2004
25.	SMSM	Selamat Sempurna Tbk.	4/27/2004
26.	AUTO	Astra Otoparts Tbk.	4/23/2004
27.	TCID	Mandom Indonesia Tbk.	4/20/2004
28.	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk.	6/10/2004
29.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	1/26/2004

LAMPIRAN II



Daftar Perusahaan yang Terpilih Sebagai Sampel

No.	Kode Perusahaan	Bidang	Dividen 2003 <small>dalam (Rp)</small>	Dividen 2004 <small>dalam (Rp)</small>	Perubahan Dividen
1.	SMGR	Semen	115.03	174.68	Meningkat
2.	INDR	Tekstil	10	16	Meningkat
3.	MYOR	Makanan & Minuman	20	25	Meningkat
4.	SUGI	Otomatif	56	1	Menurun
5.	INDF	Makanan & Minuman	28	28	Tetap
6.	GDYR	Otomatif	150	150	Tetap
7.	AQUA	Makanan & Minuman	860	800	Menurun
8.	DYNA	Plastik	60	75	Meningkat
9.	SQBI	Farmasi	145	2615	Meningkat
10.	SCCO	Kabel	50	35	Menurun
11.	INCI	Kimia	10	20	Meningkat
12.	TSPC	Farmasi	400	150	Menurun
13.	TOTO	Keramik	200	200	Tetap
14.	GGRM	Rokok	300	300	Tetap
15.	UNIC	Kimia	2871.05	52.2	Menurun
16.	LION	Logam	70	90	Meningkat
17.	TBMS	Logam	100	100	Tetap
18.	DLTA	Makanan & Minuman	400	350	Menurun
19.	AMFG	Keramik	70	80	Meningkat
20.	BATA	Alas Kaki	1150	600	Menurun
21.	ARNA	Keramik	5	8	Meningkat
22.	CTBN	Logam	245.94	270	Meningkat
23.	MERK	Farmasi	1000	1400	Meningkat
24.	ACAP	Otomatif	12.5	25	Meningkat
25.	SMSM	Otomotif	150	35	Menurun
26.	AUTO	Otomotif	85	50	Menurun
27.	TCID	Kosmetik	150	165	Meningkat
28.	MLBI	Makanan & Minuman	940	3342	Meningkat
29.	UNVR	Kosmetik	400	50	Menurun

LAMPIRAN III



Daftar Perusahaan yang Mengumumkan Dividen Meningkatkan, Tetap, dan Menurun

No.	Meningkat	Tetap	Menurun
1.	MLBI	TBMS	UNVR
2.	TCID	GGRM	AUTO
3.	ACAP	TOTO	SMSM
4.	MERK	GDYR	BATA
5.	CTBN	INDF	DLTA
6.	ARNA		UNIC
7.	AMFG		TSPC
8.	LION		SCCO
9.	INCI		AQUA
10.	SQBI		SUGI
11.	DYNA		
12.	MYOR		
13.	INDR		
14.	SMGR		
15.	CLPI		

LAMPIRAN IV



وَمَا كُنَّا بِمُعْجِزِينَ لَكُمْ مِنَ الْمَلَأَةِ الْكَافِرَةِ

ression

Variables Entered/Removed^b

del	Variables Entered	Variables Removed	Method
	Rm Dividen Naik (X) ^a		Enter

All requested variables entered.

Dependent Variable: Rit Dividen Naik (Y)

Model Summary

del	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	.025 ^a	.001	-.005	.2430596205

Predictors: (Constant), Rm Dividen Naik (X)

ANOVA^b

del	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.006	1	.006	.104	.747 ^a
Residual	9.630	163	.059		
Total	9.636	164			

Predictors: (Constant), Rm Dividen Naik (X)

Dependent Variable: Rit Dividen Naik (Y)

Coefficients^a

del	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.127	.019		6.610	.000
Rm Dividen Naik (X)	-.414	1.284	-.025	-.323	.747

Dependent Variable: Rit Dividen Naik (Y)

ression

Variables Entered/Removed^b

del	Variables Entered	Variables Removed	Method
	Rm Dividen Tetap (X) ^a		Enter

All requested variables entered.

Dependent Variable: Rit Dividen Tetap (Y)

Model Summary

del	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	.050 ^a	.002	-.016	.0454735574

Predictors: (Constant), Rm Dividen Tetap (X)

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.000	1	.000	.130	.719 ^a
Residual	.110	53	.002		
Total	.110	54			

Predictors: (Constant), Rm Dividen Tetap (X)

Dependent Variable: Rit Dividen Tetap (Y)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.049	.007		6.953	.000
Rm Dividen Tetap (X)	.195	.539	.050	.361	.719

Dependent Variable: Rit Dividen Tetap (Y)

ession

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Rm Dividen Turun (X) ^a		Enter

All requested variables entered.

Dependent Variable: Rit Dividen Turun (Y)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.114 ^a	.013	.004	.0422149476

Predictors: (Constant), Rm Dividen Turun (X)

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.003	1	.003	1.424	.235 ^a
Residual	.192	108	.002		
Total	.195	109			

Predictors: (Constant), Rm Dividen Turun (X)

Dependent Variable: Rit Dividen Turun (Y)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.035	.004		8.699	.000
Rm Dividen Turun (X)	.295	.247	.114	1.193	.235

Dependent Variable: Rit Dividen Turun (Y)



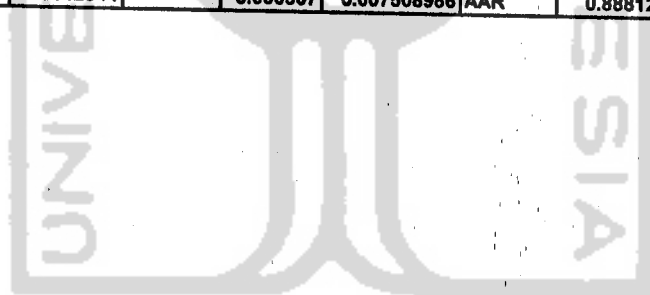
DIVIDEN MENINGKAT

	Tanggal	Perusahaan	Rit	Rm	Rit-E(Rit)		ER	AR	ARS
H-5	6/2/2004	MLBI	0.0815122	-0.01683	7.7E-34		0.133748	-0.0522355	-1.78541E+15
H-4	6/4/2004	MLBI	0.0815122	-0.02935	7.7E-34	alpha	0.139014	-0.0575022	-1.98542E+15
H-3	6/7/2004	MLBI	0.0815122	0.004081	7.7E-34	0.126862772	0.125173	-0.0436612	-1.49234E+15
H-2	6/8/2004	MLBI	0.0815122	0.003987	7.7E-34		0.125212	-0.0437	-1.49368E+15
H-1	6/9/2004	MLBI	0.0815122	0.008775	0	beta	0.12323	-0.0417176	-1.42591E+15
0	6/10/2004	MLBI	0.0815122	-0.0041	7.7E-34	-0.414002844	0.128581	-0.0470492	-1.60814E+15
H+1	6/11/2004	MLBI	0.0815122	-0.00384	7.7E-34		0.128454	-0.0469414	-1.60445E+15
H+2	6/14/2004	MLBI	0.0815122	-0.01108	7.7E-34		0.131441	-0.0499291	-1.70857E+15
H+3	6/15/2004	MLBI	0.0815122	0.015902	7.7E-34		0.120279	-0.0387672	-1.32506E+15
H+4	6/16/2004	MLBI	0.0815122	0.000673	7.7E-34		0.126584	-0.045072	-1.54058E+15
H+5	6/17/2004	MLBI	0.0815122	-0.01095	7.7E-34	KSE	0.131395	-0.0498831	-1.705E+15
			0.0815122		7.7E-33	2.92569E-17	AAR	-0.0469508	
H-5	4/13/2004	TCID	0.0754386	0.005115	0.000257		0.124745	-0.0493067	-5.469390678
H-4	4/14/2004	TCID	0.0568968	0.008097	6.34E-06		0.12351	-0.0666139	-7.389202814
H-3	4/15/2004	TCID	0.0568968	-0.00643	6.34E-06		0.129524	-0.0726275	-8.05626228
H-2	4/16/2004	TCID	0.0741379	0.004638	0.000217		0.124943	-0.0508048	-5.635558931
H-1	4/19/2004	TCID	0.0559322	0.010848	1.21E-05		0.122456	-0.0665233	-7.379151119
0	4/20/2004	TCID	0.0844068	0.033153	2.49E-05		0.113137	-0.0487304	-5.405482928
H+1	4/21/2004	TCID	0.0554622	0.004124	1.56E-05		0.125155	-0.0696932	-7.730778251
H+2	4/22/2004	TCID	0.0554622	-0.01201	1.56E-05		0.131834	-0.0763715	-8.471585231
H+3	4/23/2004	TCID	0.0470588	0.013695	0.000153		0.121193	-0.074134	-8.223372887
H+4	4/26/2004	TCID	0.0559322	-0.00454	1.21E-05		0.128741	-0.0728086	-8.076348674
H+5	4/27/2004	TCID	0.0559322	0.007901	1.21E-05	KSE	0.123592	-0.0676593	-7.505185824
			0.0594142		0.000731	0.009015034	AAR	-0.0650248	
H-5	3/30/2004	ACAP	0.0526316	0.018328	4.81E-35		0.119275	-0.0666432	-8.68741E+15
H-4	3/31/2004	ACAP	0.0526316	0.007893	4.81E-35		0.123678	-0.0710465	-9.26141E+15
H-3	4/1/2004	ACAP	0.0526316	0.002886	4.81E-35		0.125751	-0.0731192	-9.53161E+15
H-2	4/2/2004	ACAP	0.0526316	0.017822	4.81E-35		0.119587	-0.0669356	-8.72553E+15
H-1	4/6/2004	ACAP	0.0526316	0.027837	4.81E-35		0.115338	-0.0627065	-8.17424E+15
0	4/7/2004	ACAP	0.0526316	0.003695	4.81E-35		0.125333	-0.0727014	-9.47714E+15
H+1	4/8/2004	ACAP	0.0526316	0.006738	4.81E-35		0.124073	-0.0714416	-9.31292E+15
H+2	4/12/2004	ACAP	0.0526316	-0.01514	4.81E-35		0.133132	-0.0805	-1.04938E+16
H+3	4/13/2004	ACAP	0.0526316	0.005115	4.81E-35		0.124745	-0.0721138	-9.40054E+15
H+4	4/14/2004	ACAP	0.0526316	0.008097	4.81E-35		0.12351	-0.0708789	-9.23957E+15
H+5	4/15/2004	ACAP	0.0526316	-0.00643	4.81E-35	KSE	0.129524	-0.0768925	-1.00235E+16
			0.0526316		5.3E-34	7.87124E-18	AAR	-0.0713617	
H-5	4/8/2004	MERK	0.0666667	0.027837	1.35E-05		0.115338	-0.0486715	-2.301696018
H-4	4/7/2004	MERK	0.0666667	0.003695	1.35E-05		0.125333	-0.0586663	-2.774356831
H-3	4/8/2004	MERK	0.1047819	0.006738	0.001184		0.124073	-0.0193113	-0.913238743
H-2	4/12/2004	MERK	0.0481851	-0.01514	0.000492		0.133132	-0.0849665	-4.018105322
H-1	4/13/2004	MERK	0.1142191	0.005115	0.001925		0.124745	-0.0105282	-0.497790218
0	4/14/2004	MERK	0.0622222	0.008097	6.6E-05		0.12351	-0.0612882	-2.898350121
H+1	4/15/2004	MERK	0.0622222	-0.00643	6.6E-05		0.129524	-0.0673018	-3.182734402
H+2	4/16/2004	MERK	0.0622222	0.004638	6.6E-05		0.124943	-0.0627205	-2.968080471
H+3	4/19/2004	MERK	0.0622222	0.010848	6.6E-05		0.122456	-0.0602333	-2.848460341
H+4	4/20/2004	MERK	0.0622222	0.033153	6.6E-05		0.113137	-0.050915	-2.407793988
H+5	4/21/2004	MERK	0.0622222	0.004124	6.6E-05	KSE	0.125155	-0.0629332	-2.978140462
			0.0703468		0.004024	0.021145908	AAR	-0.0534122	

	Tanggal	Perusahaan	Rit	Rm	Rit-E(Rit)		ER	AR	ARS
H-5	4/26/2004	ARNA	0.062069	-0.00454	0.000913		0.128741	-0.0666718	-0.675064745
H-4	4/27/2004	ARNA	-0.173333	0.007901	0.042104		0.123592	-0.2969249	-3.006421237
H-3	4/28/2004	ARNA	0.2416687	-0.00028	0.044019		0.126977	0.1146895	1.161253557
H-2	4/29/2004	ARNA	0.0275862	-0.01952	1.83E-05		0.134944	-0.1073579	-1.087019082
H-1	4/30/2004	ARNA	0.0275862	-0.02314	1.83E-05		0.136441	-0.1088548	-1.102175496
0	5/4/2004	ARNA	0.0448276	-0.00486	0.000188		0.128876	-0.0840486	-0.851008412
H+1	5/5/2004	ARNA	0.0271186	-0.02761	2.25E-05		0.138291	-0.1111727	-1.125845005
H+2	5/6/2004	ARNA	0.0101695	-0.01578	0.00047		0.133397	-0.1232276	-1.247703022
H+3	5/7/2004	ARNA	0.0275862	-0.00332	1.83E-05		0.128239	-0.1006527	-1.019127491
H+4	5/10/2004	ARNA	0.0275862	-0.04897	1.83E-05		0.147138	-0.119552	-1.210487028
H+5	5/11/2004	ARNA	0.0275862	0.015615	1.83E-05	KSE	0.120398	-0.092812	-0.939739648
			0.031859		0.087788	0.09876366	AAR	-0.0986896	
H-5	6/15/2004	AMFG	0.0432432	0.015902	4.56E-07		0.120279	-0.0770362	-4.925906257
H-4	6/16/2004	AMFG	0.0432432	0.000673	4.56E-07		0.126584	-0.083341	-5.329052815
H-3	6/17/2004	AMFG	0.0432432	-0.01095	4.56E-07		0.131395	-0.0881521	-5.636688385
H-2	6/18/2004	AMFG	0.0702703	-0.0106	0.000767		0.131252	-0.0609813	-3.899311307
H-1	6/21/2004	AMFG	0.0552632	-0.00448	0.000161		0.128715	-0.0734523	-4.696746958
0	6/22/2004	AMFG	0.0415584	0.002143	1.02E-06		0.125975	-0.084417	-5.397859929
H+1	6/23/2004	AMFG	0.0415584	0.012535	1.02E-06		0.121673	-0.0801147	-5.122757998
H+2	6/24/2004	AMFG	0.0155844	0.013712	0.000728		0.121186	-0.1056016	-6.752459199
H+3	6/25/2004	AMFG	0.056	0.015339	0.00018		0.120512	-0.0645122	-4.125091484
H+4	6/28/2004	AMFG	0.0289474	0.000426	0.000186		0.126686	-0.0977369	-6.249699633
H+5	6/29/2004	AMFG	0.0293333	0.002434	0.000175	KSE	0.125855	-0.0965216	-6.171862207
			0.0425677		0.002201	0.015638981	AAR	-0.0828972	
H-5	5/13/2004	LION	0.0972973	-0.00692	5.77E-05		0.12973	-0.0324323	-0.621153911
H-4	5/14/2004	LION	0.0972973	-0.02223	5.77E-05		0.136064	-0.0387671	-0.742478891
H-3	5/17/2004	LION	0.0972973	-0.07504	5.77E-05		0.157929	-0.0606322	-1.161246653
H-2	5/18/2004	LION	0.0972973	0.011481	5.77E-05		0.122109	-0.0248122	-0.475210437
H-1	5/19/2004	LION	0.0432432	0.045323	0.003601		0.108099	-0.0648558	-1.242138781
0	5/21/2004	LION	0.1028571	0.025858	4.16E-06		0.11624	-0.0133831	-0.256318083
H+1	5/24/2004	LION	0.1028571	0.01055	4.16E-06		0.122495	-0.0196379	-0.376111471
H+2	5/25/2004	LION	0.2457143	-0.02108	0.01983		0.135591	0.1101231	2.109111354
H+3	5/26/2004	LION	0.09	0.001213	0.000222		0.126361	-0.0363605	-0.698387922
H+4	5/27/2004	LION	0.09	0.014356	0.000222		0.120919	-0.0309192	-0.592173361
H+5	5/28/2004	LION	0.09	0.007795	0.000222	KSE	0.123636	-0.0336357	-0.644201967
			0.1048965		0.024536	0.062213025	AAR	-0.0223012	
H-5	6/11/2004	INCI	0.0677966	-0.00364	1.06E-06		0.128454	-0.0606569	-3.543939391
H-4	6/14/2004	INCI	0.0677966	-0.01106	1.06E-06		0.131441	-0.0636447	-3.718499809
H-3	6/15/2004	INCI	0.0847458	0.015902	0.000253		0.120279	-0.0355336	-2.076086202
H-2	6/16/2004	INCI	0.0666667	0.000673	4.66E-06		0.126584	-0.0599175	-3.500738449
H-1	6/17/2004	INCI	0.05	-0.01095	0.000354		0.131395	-0.0813953	-4.755597662
0	6/18/2004	INCI	0.0847458	-0.0106	0.000253		0.131252	-0.0465058	-2.717143153
H+1	6/21/2004	INCI	0.0666667	-0.00448	4.66E-06		0.128715	-0.0620468	-3.625261395
H+2	6/22/2004	INCI	0.0833333	0.002143	0.00021		0.125975	-0.0426421	-2.49140716
H+3	6/23/2004	INCI	0.0327869	0.012535	0.001299		0.121673	-0.0888863	-5.1932644
H+4	6/24/2004	INCI	0.0677966	0.013712	1.06E-06		0.121186	-0.0533894	-3.119325366
H+5	6/25/2004	INCI	0.0847458	0.015339	0.000253	KSE	0.120512	-0.0357865	-2.089689498
			0.0688255		0.002637	0.017115684	AAR	-0.0573079	

	Tanggal	Perusahaan	Rit	Rm	RK-E(Rit)		ER	AR	ARS
H-5	6/28/2004	SQBI	0.1676282	0.000426	3.08E-33		0.126688	0.0409419	6.67133E+14
H-4	6/29/2004	SQBI	0.1676282	0.002434	3.08E-33		0.125855	0.0417732	6.8068E+14
H-3	6/30/2004	SQBI	0.1676282	0.013994	3.08E-33		0.121069	0.0465591	7.58664E+14
H-2	7/1/2004	SQBI	0.1676282	-0.00354	3.08E-33		0.128329	0.0392997	6.40374E+14
H-1	7/2/2004	SQBI	0.1676282	0.020851	3.08E-33		0.118231	0.0493977	8.04917E+14
0	7/6/2004	SQBI	0.1676282	0.03118	3.08E-33		0.113954	0.0536741	8.746E+14
H+1	7/7/2004	SQBI	0.1676282	0.004437	3.08E-33		0.125026	0.0426025	6.94192E+14
H+2	7/8/2004	SQBI	0.1676282	-0.01545	3.08E-33		0.133259	0.0343692	5.60034E+14
H+3	7/9/2004	SQBI	0.1676282	0.00184	3.08E-33		0.126101	0.0415272	6.76871E+14
H+4	7/12/2004	SQBI	0.1676282	-0.00468	3.08E-33		0.128802	0.0388263	6.32661E+14
H+5	7/13/2004	SQBI	0.1676282	-0.00131	3.08E-33	KSE	0.127405	0.0402228	6.55415E+14
			0.1676282		3.39E-32	6.13699E-17	AAR	0.042654	
H-5	6/24/2004	DYNA	0.0517241	0.013712	6.2E-06		0.121186	-0.0694619	-4.484293116
H-4	6/25/2004	DYNA	0.0172414	0.015339	0.001367		0.120512	-0.1032708	-6.666921396
H-3	6/28/2004	DYNA	0.0535714	0.000426	4.14E-07		0.126688	-0.0731149	-4.720123107
H-2	6/29/2004	DYNA	0.0535714	0.002434	4.14E-07		0.125855	-0.0722835	-4.668454209
H-1	6/30/2004	DYNA	0.0535714	0.013994	4.14E-07		0.121069	-0.0674977	-4.357488732
0	7/1/2004	DYNA	0.0714286	-0.00354	0.000286		0.128329	-0.0568999	-3.673325393
H+1	7/2/2004	DYNA	0.0526316	0.020851	2.51E-06		0.118231	-0.0655989	-4.234912738
H+2	7/6/2004	DYNA	0.0526316	0.03118	2.51E-06		0.113954	-0.0613225	-3.958836487
H+3	7/7/2004	DYNA	0.0701754	0.004437	0.000255		0.125026	-0.0548503	-3.541003306
H+4	7/8/2004	DYNA	0.0689655	-0.01545	0.000218		0.133259	-0.0642935	-4.150635226
H+5	7/9/2004	DYNA	0.0508475	0.00184	1.13E-05	KSE	0.126101	-0.0752535	-4.858188276
			0.0542145		0.002159	0.015490035	AAR	-0.0694407	
H-5	6/15/2004	MYOR	0.0277778	0.015902	2.49E-05		0.120279	-0.0925016	-4.199864438
H-4	6/16/2004	MYOR	0	0.000673	0.001074		0.126584	-0.1265842	-5.74734808
H-3	6/17/2004	MYOR	0.0571428	-0.01095	0.000594		0.131395	-0.0742524	-3.371310733
H-2	6/18/2004	MYOR	0.0277778	-0.01068	2.49E-05		0.131252	-0.1034737	-4.698055929
H-1	6/21/2004	MYOR	0.0277778	-0.00448	2.49E-05		0.126715	-0.1009377	-4.582811582
0	6/22/2004	MYOR	0.0555556	0.002143	0.000519		0.125975	-0.0704199	-3.197300818
H+1	6/23/2004	MYOR	0.027027	0.012535	3.3E-05		0.121673	-0.0946461	-4.297252386
H+2	6/24/2004	MYOR	0	0.013712	0.001074		0.121186	-0.121186	-5.502251555
H+3	6/25/2004	MYOR	0.0277778	0.015339	2.49E-05		0.120512	-0.0927344	-4.210455689
H+4	6/28/2004	MYOR	0.0555556	0.000426	0.000519		0.126688	-0.0711307	-3.229574972
H+5	6/29/2004	MYOR	0.0540541	0.002434	0.000453	KSE	0.125855	-0.0718009	-3.260022868
			0.0327678		0.004366	0.022024801	AAR	-0.0926971	
H-5	6/28/2004	INDR	0.0538462	0.000426	0.000107		0.126688	-0.0728401	-4.843559397
H-4	6/29/2004	INDR	0.0405063	0.002434	8.89E-06		0.125855	-0.0853486	-5.675320771
H-3	6/30/2004	INDR	0.0405063	0.013994	8.89E-06		0.121069	-0.0805628	-5.357079741
H-2	7/1/2004	INDR	0.0405063	-0.00354	8.89E-06		0.128329	-0.0678222	-5.839800796
H-1	7/2/2004	INDR	0.078481	0.020851	0.001224		0.118231	-0.0397495	-2.64317327
0	7/6/2004	INDR	0.0390244	0.03118	1.99E-05		0.113954	-0.0749297	-4.982508052
H+1	7/7/2004	INDR	0.0268293	0.004437	0.000278		0.125026	-0.0981964	-6.52964448
H+2	7/8/2004	INDR	0.0271605	-0.01545	0.000267		0.133259	-0.1060985	-7.055096659
H+3	7/9/2004	INDR	0.0525	0.00184	8.12E-05		0.126101	-0.073601	-4.894150501
H+4	7/12/2004	INDR	0.0395062	-0.00468	1.59E-05		0.128802	-0.0892957	-5.937782792
H+5	7/13/2004	INDR	0.0395062	-0.00131	1.59E-05	KSE	0.127405	-0.0878993	-5.844925974
			0.0434884		0.002035	0.015038558	AAR	-0.0814858	

	Tanggal	Perusahaan	Rit	Rm	Rit-E(Rit)		ER	AR	ARS
H+5	6/26/2004	SMGR	0.021835	0.000426	5.52E-05		0.126686	-0.1048513	-4.750249515
H+4	6/29/2004	SMGR	0.021835	0.002434	5.52E-05		0.125855	-0.10402	-4.712586275
H+3	6/30/2004	SMGR	0.021835	0.013994	5.52E-05		0.121069	-0.0992341	-4.495763471
H+2	7/1/2004	SMGR	0.021835	-0.00354	5.52E-05		0.128329	-0.1064935	-4.824649189
H+1	7/2/2004	SMGR	0.021835	0.020851	5.52E-05		0.118231	-0.0963955	-4.367163735
0	7/6/2004	SMGR	0.021835	0.03118	5.52E-05		0.113954	-0.0921191	-4.173421614
H+1	7/7/2004	SMGR	0.021835	0.004437	5.52E-05		0.125026	-0.1031907	-4.675016765
H+2	7/8/2004	SMGR	0.090585	-0.01545	0.00376		0.133259	-0.042674	-1.933329968
H+3	7/9/2004	SMGR	0.0204304	0.00184	7.8E-05		0.126101	-0.1056706	-4.787365517
H+4	7/12/2004	SMGR	0.0379743	-0.00468	7.59E-05		0.128802	-0.0908276	-4.1149108
H+5	7/13/2004	SMGR	0.0200782	-0.00131	8.44E-05	KSE	0.127405	-0.1073273	-4.862422301
			0.0292648		0.004386	0.022072799	AAR	-0.0957094	
H-5	6/11/2004	CLPI	1.0210526	-0.00384	4.62E-05		0.128454	0.8925991	118.8707872
H-4	6/14/2004	CLPI	1.0315789	-0.01106	0.0003		0.131441	0.9001377	118.8747303
H-3	6/15/2004	CLPI	1.0104167	0.015902	1.47E-05		0.120279	0.8901373	118.5429391
H-2	6/16/2004	CLPI	1.0104167	0.000873	1.47E-05		0.126584	0.8838325	117.703305
H-1	6/17/2004	CLPI	1.0104167	-0.01095	1.47E-05		0.131395	0.8790214	117.0625917
0	6/18/2004	CLPI	1.0104167	-0.0106	1.47E-05		0.131252	0.8791651	117.0817394
H+1	6/21/2004	CLPI	1.0104167	-0.00448	1.47E-05		0.128715	0.8817012	117.4194723
H+2	6/22/2004	CLPI	1.0104167	0.002143	1.47E-05		0.125975	0.8844412	117.7843716
H+3	6/23/2004	CLPI	1.0104167	0.012535	1.47E-05		0.121673	0.8887435	118.357327
H+4	6/24/2004	CLPI	1.0104167	0.013712	1.47E-05		0.121186	0.8892307	118.4222039
H+5	6/25/2004	CLPI	1.0208333	0.015339	4.33E-05	KSE	0.120512	0.8003211	119.8991591
			1.0142544		0.000507	0.007508986	AAR	0.888121	



UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

DIVIDEN TETAP

	Tanggal	Perusahaan	Rlt	Rm	Rlt-E(Rlt)		ER	AR	ARS
H-5	6/28/2004	TBMS	0.045455	0.000426252	1.70753E-05		0.0489553	-0.0035008	-0.2423289
H-4	6/29/2004	TBMS	0.045455	0.002434289	1.70753E-05	alpha	0.0493463	-0.0038918	-0.2693943
H-3	6/30/2004	TBMS	0.045455	0.013994321	1.70753E-05	0.04887233	0.0515972	-0.0061427	-0.4252084
H-2	7/1/2004	TBMS	0.045455	-0.00354041	1.70753E-05		0.048183	-0.0027284	-0.1888642
H-1	7/2/2004	TBMS	0.045455	0.020850689	1.70753E-05	beta	0.0529323	-0.0074777	-0.51762
0	7/6/2004	TBMS	0.045455	0.031180162	1.70753E-05	0.19471611	0.0549438	-0.0094891	-0.856846
H+1	7/7/2004	TBMS	0.045455	0.004437329	1.70753E-05		0.0497383	-0.0042818	-0.2963923
H+2	7/8/2004	TBMS	0.045455	-0.01544973	1.70753E-05		0.045884	-0.0004095	-0.0283442
H+3	7/9/2004	TBMS	0.045455	0.001840098	1.70753E-05		0.0492306	-0.0037781	-0.2613854
H+4	7/12/2004	TBMS	0.045455	-0.00468378	1.70753E-05		0.0479603	-0.0025058	-0.1734534
H+5	7/13/2004	TBMS	0	-0.00131076	0.001707534	KSE	0.0486171	-0.0486171	-3.3653431
			0.041322		0.001878287	0.0144464	AAR	-0.0084382	
H-5	6/21/2004	GGRM	0.015038	-0.00447514	0.000234704		0.0480009	-0.0329634	-2.5875274
H-4	6/22/2004	GGRM	0.022727	0.002143225	5.82224E-05		0.0492896	-0.0265624	-2.0850694
H-3	6/23/2004	GGRM	0.037879	0.012535216	5.85878E-05		0.0513131	-0.0134343	-1.0545574
H-2	6/24/2004	GGRM	0.041045	0.013711922	0.000114215		0.0515423	-0.0104975	-0.824022
H-1	6/25/2004	GGRM	0.025841	0.015339374	2.22464E-05		0.0518592	-0.0262181	-2.0580467
0	6/28/2004	GGRM	0.021898	0.000426252	7.15686E-05		0.0489553	-0.0270575	-2.1239364
H+1	6/29/2004	GGRM	0.014589	0.002434289	0.000248349		0.0493463	-0.0347478	-2.7276001
H+2	6/30/2004	GGRM	0.029412	0.013994321	8.94662E-07		0.0515972	-0.0221855	-1.741498
H+3	7/1/2004	GGRM	0.029197	-0.00354041	1.34688E-08		0.048183	-0.0189859	-1.4903359
H+4	7/2/2004	GGRM	0.050725	0.020850689	0.000414815		0.0529323	-0.0022077	-0.1732945
H+5	7/6/2004	GGRM	0.045775	0.031180162	0.000237684	KSE	0.0549436	-0.009189	-0.7197367
			0.030358		0.001480614	0.01273932	AAR	-0.0203663	
H-5	6/8/2004	TOTO	0.057143	0.003988957	0.000490373		0.0496487	0.0074942	0.08358234
H-4	6/9/2004	TOTO	0.285714	0.008775134	0.042612132		0.050581	0.2351333	2.8224255
H-3	6/10/2004	TOTO	0.209302	-0.00410264	0.016903927		0.0480734	0.16122889	1.79817467
H-2	6/11/2004	TOTO	0.04	-0.00384245	0.001543486		0.0481241	-0.0081241	-0.090608
H-1	6/14/2004	TOTO	0.04	-0.01105912	0.001543486		0.0467189	-0.0067189	-0.0749359
0	6/15/2004	TOTO	0.04	0.01590178	0.001543486		0.0519887	-0.0119887	-0.1334856
H+1	6/16/2004	TOTO	0.04	0.000672878	0.001543486		0.0490033	-0.0090033	-0.1004137
H+2	6/17/2004	TOTO	0.04	-0.01094608	0.001543486		0.0487406	-0.0067406	-0.075177
H+3	6/18/2004	TOTO	0.04	-0.01060078	0.001543486		0.0488082	-0.0068082	-0.0759312
H+4	6/21/2004	TOTO	0.04	-0.00447514	0.001543486		0.0480009	-0.0080009	-0.089234
H+5	6/22/2004	TOTO	0.04	0.002143225	0.001543486	KSE	0.0492896	-0.0092896	-0.1036068
			0.079287		0.072354319	0.06966283	AAR	0.03065472	
H-5	6/21/2004	GDYR	0.1	-0.00447514	0.002363704		0.0480009	0.05199905	1.65530111
H-4	6/22/2004	GDYR	0.040541	0.002143225	0.000117539		0.0492896	-0.0087491	-0.2785129
H-3	6/23/2004	GDYR	0.040541	0.012535216	0.000117539		0.0513131	-0.0107726	-0.3429272
H-2	6/24/2004	GDYR	0.121622	0.013711922	0.004933595		0.0515423	0.07007936	2.2308568
H-1	6/25/2004	GDYR	0.0375	0.015339374	0.000192712		0.0518592	-0.0143592	-0.4570991
0	6/28/2004	GDYR	0.0375	0.000426252	0.000192712		0.0489553	-0.0114553	-0.3646607
H+1	6/29/2004	GDYR	0.0375	0.002434289	0.000192712		0.0493463	-0.0118463	-0.3771075
H+2	6/30/2004	GDYR	0.0375	0.013994321	0.000192712		0.0515972	-0.0140972	-0.4487618
H+3	7/1/2004	GDYR	0.0375	-0.00354041	0.000192712		0.048183	-0.010683	-0.3400736
H+4	7/2/2004	GDYR	0.0375	0.020850689	0.000192712		0.0529323	-0.0154323	-0.4912607
H+5	7/6/2004	GDYR	0.0375	0.031180162	0.000192712	KSE	0.0549436	-0.0174436	-0.5552875
			0.051382		0.008881358	0.03141365	AAR	0.00069816	

	Tanggal	Perusahaan	Rit	Rm	Rt-E(Rt)		ER	AR	ARS
H-5	6/21/2004	INDF	0.041481	-0.00447514	4.53474E-05		0.0480009	-0.0085195	-0.1888321
H-4	6/22/2004	INDF	0.041481	0.002143225	4.53474E-05		0.0492898	-0.0078082	-0.2261585
H-3	6/23/2004	INDF	0.041481	0.012535216	4.53474E-05		0.0513131	-0.0098317	-0.2847675
H-2	6/24/2004	INDF	0.041481	0.013711822	4.53474E-05		0.0515423	-0.0100808	-0.291404
H-1	6/25/2004	INDF	0.041481	0.015339374	4.53474E-05		0.0518592	-0.0103777	-0.3005825
0	6/28/2004	INDF	0.004444	0.000426252	0.001915908		0.0489553	-0.0445109	-1.2892289
H+1	6/29/2004	INDF	0.081538	0.002434289	0.001110418		0.0483483	0.03218214	0.93242448
H+2	6/30/2004	INDF	0.078519	0.013984321	0.000918271		0.0515972	0.02892127	0.77975721
H+3	7/1/2004	INDF	0.004286	-0.00354041	0.001929828		0.048183	-0.0438972	-1.2714552
H+4	7/2/2004	INDF	0.115556	0.020850889	0.00453488		0.0529323	0.06262326	1.81384233
H+5	7/6/2004	INDF	0.038621	0.031180162	9.20609E-05	KSE	0.0549436	-0.0183229	-0.4727828
			0.048216		0.010727903	0.0345252	AAR	-0.0025084	



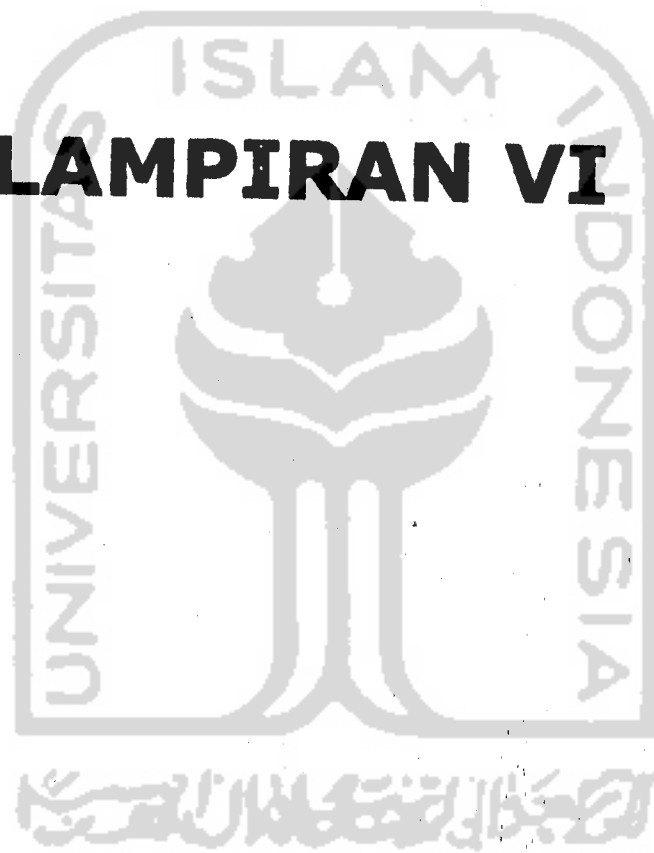
EN MENURUN

Tanggal	Perusahaan	Rit	Rm	Rk-E(RH)		ER	AR	ARS
1/18/2004	UNVR	0.04688667	0.009012998	0.001153276		0.03776418	0.008902482	0.4080164
1/19/2004	UNVR	0	-0.00499913	0.000161462	alpha	0.03363022	-0.03363022	-1.533776988
1/20/2004	UNVR	0.013071895	0.008365554	1.33328E-07	0.0361081	0.03766168	-0.02458978	-1.121468815
1/21/2004	UNVR	-0.00653595	0.004108003	0.000370282		0.03631708	-0.04285302	-1.954402292
1/23/2004	UNVR	0.04	0.012337998	0.000744921	beta	0.03874515	0.001254849	0.057230007
1/26/2004	UNVR	0.025974026	0.001268098	0.00017602	0.2960276	0.03547864	-0.00950461	-0.433477754
1/27/2004	UNVR	-0.01282051	-0.018274845	0.000651641		0.02971352	-0.04253403	-1.939854057
1/28/2004	UNVR	0	-0.008973517	0.000161462		0.03304772	-0.03304772	-1.507210924
1/29/2004	UNVR	0.02	-0.00972876	5.31914E-05		0.03223485	-0.01223485	-0.557998108
1/30/2004	UNVR	0.028490066	-0.008835718	0.00018998		0.03249832	-0.00600826	-0.274019187
2/3/2004	UNVR	-0.0130719	-0.030033257	0.000684539	KSE	0.02624447	-0.03931636	-1.793105344
		0.012706784		0.004326907	0.02192641	AAR	-0.02123287	
4/16/2004	AUTO	0.016949153	0.004637853	0.000169215		0.0364734	-0.01952424	-0.830433081
4/19/2004	AUTO	0.051724138	0.010645504	0.000473791		0.03624582	0.013478319	0.573279129
4/20/2004	AUTO	0.06779661	0.033153296	0.001431806		0.04488624	0.022910373	0.974456752
4/21/2004	AUTO	0.049180328	0.004124022	0.000369521		0.0363218	0.012858525	0.546917185
4/22/2004	AUTO	0.048387097	-0.012006834	0.000339654		0.03156276	0.01682434	0.715596891
4/23/2004	AUTO	0.031746032	0.013695463	3.19919E-06		0.03914564	-0.00739961	-0.314730759
4/26/2004	AUTO	0.031746032	-0.004536179	3.19919E-06		0.03376681	-0.00202077	-0.085950427
4/27/2004	AUTO	0.015873016	0.007901496	0.00019837		0.03743626	-0.02156325	-0.917158795
4/28/2004	AUTO	0.016129032	-0.00027623	0.000191224		0.03502361	-0.01889458	-0.803651086
4/29/2004	AUTO	0	-0.019519936	0.000897446		0.02934618	-0.02934618	-1.248193894
4/30/2004	AUTO	0	-0.023135615	0.000897446	KSE	0.02827946	-0.02827946	-1.202822431
		0.029967403		0.00497487	0.02361092	AAR	-0.0056416	
4/20/2004	SMSM	0.069285714	0.033153296	0.001614662		0.04488624	0.044399477	1.225378979
4/21/2004	SMSM	0.12962963	0.004124022	2.59391E-08		0.0363218	0.093307827	2.575198106
4/22/2004	SMSM	0.12962963	-0.012006834	2.59391E-08		0.03156276	0.098066873	2.706542779
4/23/2004	SMSM	0.12962963	0.013695463	2.59391E-08		0.03914564	0.090483989	2.49726313
4/26/2004	SMSM	0.168666667	-0.004536179	0.001383698		0.03376681	0.132899661	3.667896706
4/27/2004	SMSM	0.214285714	0.007901496	0.007193947		0.03743626	0.176849453	4.880859305
4/28/2004	SMSM	0.098360656	-0.00027623	0.000967703		0.03502361	0.063337048	1.748036067
4/29/2004	SMSM	0.116666667	-0.019519936	0.000163889		0.02934618	0.087320482	2.409953663
4/30/2004	SMSM	0.116666667	-0.023135615	0.000163889		0.02827946	0.088387207	2.439394147
5/4/2004	SMSM	0.116666667	-0.004863335	0.000163889		0.03367029	0.082996381	2.29061303
5/5/2004	SMSM	0.116666667	-0.027605076	0.000163889	KSE	0.02696085	0.08970582	2.475786504
		0.129468573		0.011816643	0.03623326	AAR	0.098260402	
5/18/2004	BATA	0.04137931	0.011481322	3.05214E-05		0.03849241	0.002886902	0.044966773
5/19/2004	BATA	0.220689655	0.045322649	0.030201478		0.04847653	0.172213124	2.682415028
5/21/2004	BATA	0.035087719	0.025658004	0.000139623		0.04267492	-0.0075872	-0.118179261
5/24/2004	BATA	0.035087719	0.010549955	0.000139623		0.03821763	-0.00312991	-0.048751909
5/25/2004	BATA	0.035087719	-0.021083022	0.000139623		0.02888503	0.006202888	0.096613907
5/26/2004	BATA	0.035087719	0.001213161	0.000139623		0.03546302	-0.0003753	-0.005845712
5/27/2004	BATA	0.035087719	0.014356448	0.000139623		0.03934065	-0.00425293	-0.066244214
5/28/2004	BATA	0.035087719	0.007794726	0.000139623		0.03740476	-0.00231704	-0.03609056

Tanggal	Perusahaan	Rk	Rm	RE(RK)		ER	AR	ARS
5/31/2004	BATA	0.035087719	-0.002008202	0.000139623		0.03451263	0.000575091	0.008957699
6/1/2004	BATA	-0.02823977	-0.001793817	0.005797863		0.03457588	-0.06381564	-0.994001134
6/2/2004	BATA	0.0375	-0.016630151	8.84339E-05	KSE	0.03019875	0.007301249	0.11372525
		0.04690393		0.037096656	0.06420078	AAR	0.009791003	
8/10/2004	DLTA	0.038888889	-0.004102836	4.81482E-35		0.03369465	0.004994235	6.51034E+14
8/11/2004	DLTA	0.038888889	-0.003842448	4.81482E-35		0.03397147	0.004917414	6.4102E+14
8/14/2004	DLTA	0.038888889	-0.011059116	4.81482E-35		0.03184236	0.007046529	9.18565E+14
8/15/2004	DLTA	0.038888889	0.01590176	4.81482E-35		0.03979856	-0.00090767	-1.18321E+14
8/16/2004	DLTA	0.038888889	0.000672876	4.81482E-35		0.03530362	0.003585289	4.67365E+14
8/17/2004	DLTA	0.038888889	-0.010946075	4.81482E-35		0.03187512	0.007013769	9.14295E+14
8/18/2004	DLTA	0.038888889	-0.010800782	4.81482E-35		0.03197758	0.006911308	9.00938E+14
8/21/2004	DLTA	0.038888889	-0.004475145	4.81482E-35		0.03378481	0.005104077	6.65353E+14
8/22/2004	DLTA	0.038888889	0.002143225	4.81482E-35		0.03573741	0.003151476	4.10817E+14
8/23/2004	DLTA	0.038888889	0.012535216	4.81482E-35		0.03880334	8.55527E-05	1.11524E+13
8/24/2004	DLTA	0.038888889	0.013711922	4.81482E-35	KSE	0.0391505	-0.00028161	-3.41025E+13
		0.038888889		5.29631E-34	7.6712E-18	AAR	0.003788487	
5/17/2004	UNIC	0.02175	-0.075039885	4.81482E-35		0.01296627	0.008783727	1.14502E+15
5/18/2004	UNIC	0.02175	0.011481322	4.81482E-35		0.03849241	-0.01674241	-2.18249E+15
5/19/2004	UNIC	0.02175	0.045322649	4.81482E-35		0.04847853	-0.02672653	-3.48399E+15
5/21/2004	UNIC	0.02175	0.025658004	4.81482E-35		0.04267492	-0.02092492	-2.72771E+15
5/24/2004	UNIC	0.02175	0.010549955	4.81482E-35		0.03821763	-0.01646763	-2.14667E+15
8/28/2004	UNIC	0.02175	-0.021063022	4.81482E-35		0.02888503	-0.00713503	-9.30102E+14
5/26/2004	UNIC	0.02175	0.001213161	4.81482E-35		0.03546302	-0.01371302	-1.78759E+15
5/27/2004	UNIC	0.02175	0.014358448	4.81482E-35		0.03934065	-0.01759065	-2.29307E+15
5/28/2004	UNIC	0.02175	0.007794726	4.81482E-35		0.03740476	-0.01565476	-2.04071E+15
5/31/2004	UNIC	0.02175	-0.002008202	4.81482E-35		0.03451263	-0.01276263	-1.6637E+15
6/1/2004	UNIC	0.02175	-0.001793817	4.81482E-35	KSE	0.03457588	-0.01282588	-1.67194E+15
		0.02175		5.29631E-34	7.6712E-18	AAR	-0.01379634	
2/9/2004	TSPC	0.033613445	0.010977384	6.51236E-05		0.03834373	-0.00473029	-0.390194724
2/10/2004	TSPC	0.025	-0.00063082	2.95422E-07		0.03491899	-0.00991899	-0.818203736
2/11/2004	TSPC	0.025	0.003941203	2.95422E-07		0.03626787	-0.01126787	-0.929470322
2/12/2004	TSPC	0.025	-0.004819477	2.95422E-07		0.03368322	-0.00868322	-0.716286894
2/13/2004	TSPC	0.025	0.009211796	2.95422E-07		0.03782284	-0.01282284	-1.057737583
2/16/2004	TSPC	0.05	0.002696795	0.000598119		0.03590073	0.014099269	1.163026712
2/17/2004	TSPC	0.024390244	0.002268368	1.33006E-06		0.03578023	-0.01138999	-0.939544187
2/18/2004	TSPC	0.032520325	0.011464622	4.86757E-05		0.03848748	-0.00596716	-0.492222291
2/19/2004	TSPC	0.024193548	0.004485264	1.82244E-06		0.03842838	-0.01223483	-1.009233855
2/20/2004	TSPC	0.008064516	0.006378003	0.000305516		0.03698679	-0.02892227	-2.385757381
2/24/2004	TSPC	0.008196721	-0.017261888	0.000300912	KSE	0.03001237	-0.02181565	-1.799542094
		0.026643627		0.00132268	0.01212289	AAR	-0.01033217	
5/27/2004	SCCO	0.058536585	0.014358448	0.000524962		0.03934065	0.019195936	2.396460706
5/28/2004	SCCO	0.033333333	0.007794726	5.24962E-06		0.03740476	-0.00407143	-0.508285548
5/31/2004	SCCO	0.033333333	-0.002008202	5.24962E-06		0.03451263	-0.00117929	-0.147225812
6/1/2004	SCCO	0.033333333	-0.001793817	5.24962E-06		0.03457588	-0.00124254	-0.155121781

anggal	Perusahaan	Rit	Rm	Rit-E(Rit)		ER	AR	ARS
6/2/2004	SCCO	0.033333333	-0.016630151	5.24962E-06		0.03019875	0.003134583	0.391327825
6/4/2004	SCCO	0.033333333	-0.029351554	5.24962E-06		0.02644559	0.006867746	0.859880592
6/7/2004	SCCO	0.033333333	0.004090598	5.24962E-06		0.03630899	-0.00297566	-0.371487345
6/8/2004	SCCO	0.033333333	0.003986957	5.24962E-06		0.03628136	-0.00284803	-0.368038409
6/9/2004	SCCO	0.033333333	0.008775134	5.24962E-06		0.03769401	-0.00436066	-0.544395801
6/10/2004	SCCO	0.033333333	-0.004102836	5.24962E-06		0.03389465	-0.00056132	-0.070076389
6/11/2004	SCCO	0.033333333	-0.003842448	5.24962E-06	KSE	0.03397147	-0.00063814	-0.079666921
		0.036624638		0.000577468	0.00801012	AAR	0.001021926	
5/21/2004	AQUA	0.02	0.025658004	2.22041E-05		0.04267492	-0.02267492	-1.121930184
5/24/2004	AQUA	0.02	0.010549955	2.22041E-05		0.03821783	-0.01821783	-0.901388365
5/25/2004	AQUA	-0.0425	-0.021083022	0.003339439		0.02888503	-0.07138503	-3.532053185
5/26/2004	AQUA	0.021333333	0.001213161	3.65475E-05		0.03546302	-0.01412969	-0.699121351
5/27/2004	AQUA	0.021333333	0.014356446	3.65475E-05		0.03934065	-0.01800732	-0.890982267
5/28/2004	AQUA	0.021333333	0.007794726	3.65475E-05		0.03740476	-0.01607143	-0.795196651
5/31/2004	AQUA	0.021333333	-0.002008202	3.65475E-05		0.03451263	-0.01317929	-0.652097069
6/1/2004	AQUA	0.021333333	-0.001793817	3.65475E-05		0.03457588	-0.01324254	-0.655226573
6/2/2004	AQUA	0.021333333	-0.016630151	3.65475E-05		0.03019875	-0.00886542	-0.438651145
6/4/2004	AQUA	0.021333333	-0.029351554	3.65475E-05		0.02644559	-0.00511225	-0.252948722
6/7/2004	AQUA	0.021333333	0.004080598	3.65475E-05	KSE	0.03630899	-0.01497566	-0.740979155
		0.015287879		0.003676227	0.02021063	AAR	-0.01962374	
6/23/2004	SUGI	-0.03146087	0.012535216	0.000889006		0.03880334	-0.07026401	-3.497044945
6/24/2004	SUGI	-0.03255814	0.013711922	0.000955655		0.0391505	-0.07170864	-3.568944094
6/25/2004	SUGI	-0.00963855	0.015339374	6.39054E-05		0.03963064	-0.04926919	-2.452131399
6/28/2004	SUGI	0.002439024	0.000426252	1.66749E-05		0.03523086	-0.03279183	-1.632051997
6/29/2004	SUGI	0.026829266	0.002434269	0.000810754		0.03582328	-0.00899402	-0.447632867
6/30/2004	SUGI	0.026190476	0.013994321	0.000774784		0.03923381	-0.01304334	-0.649167794
7/1/2004	SUGI	-0.00930233	-0.00354041	5.86428E-05		0.03406058	-0.04336291	-2.158175207
7/2/2004	SUGI	0.002352941	0.020850689	1.59793E-05		0.04125663	-0.03890369	-1.936239424
7/6/2004	SUGI	0.002352941	0.031180162	1.59793E-05		0.04430411	-0.04195117	-2.087912646
7/7/2004	SUGI	0.002352941	0.004437329	1.59793E-05		0.03641424	-0.0340613	-1.695233179
7/8/2004	SUGI	0.002352941	-0.015449729	1.59793E-05	KSE	0.03054701	-0.02819407	-1.403220758
		-0.00164447		0.003633339	0.0200924	AAR	-0.0393222	

LAMPIRAN VI



T-Test (Dividen Meningkatkan)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	14	-7.004E+14	2.357E+15	6.3000E+14
H-4	14	-7.533E+14	2.514E+15	6.7187E+14
H-3	14	-7.332E+14	2.574E+15	6.8791E+14
H-2	14	-6.842E+14	2.357E+15	6.2994E+14
H-1	14	-6.282E+14	2.218E+15	5.9288E+14
0	14	-7.293E+14	2.568E+15	6.8629E+14
H+1	14	-7.302E+14	2.516E+15	6.7254E+14
H+2	14	-8.314E+14	2.824E+15	7.5472E+14
H+3	14	-7.178E+14	2.532E+15	6.7682E+14
H+4	14	-7.248E+14	2.493E+15	6.6625E+14
H+5	14	-7.909E+14	2.704E+15	7.2267E+14

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
H-5	-1.112	13	.286	-7.00E+14	-2.061E+15	6.606E+14
H-4	-1.121	13	.282	-7.53E+14	-2.205E+15	6.982E+14
H-3	-1.066	13	.306	-7.33E+14	-2.219E+15	7.529E+14
H-2	-1.086	13	.297	-6.84E+14	-2.045E+15	6.767E+14
H-1	-1.060	13	.309	-6.28E+14	-1.909E+15	6.526E+14
0	-1.063	13	.307	-7.29E+14	-2.212E+15	7.533E+14
H+1	-1.086	13	.297	-7.30E+14	-2.183E+15	7.227E+14
H+2	-1.102	13	.291	-8.31E+14	-2.462E+15	7.990E+14
H+3	-1.061	13	.308	-7.18E+14	-2.180E+15	7.444E+14
H+4	-1.088	13	.296	-7.25E+14	-2.164E+15	7.145E+14
H+5	-1.094	13	.294	-7.91E+14	-2.352E+15	7.703E+14



LAMPIRAN VII

T-Test (Dividen Tetap)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	5	-.255980967	1.5173254701	.678568579
H-4	5	-.047341908	1.6892834146	.755470510
H-3	5	-.061856756	1.0846524959	.485071343
H-2	5	.167191734	1.1879356807	.531260987
H-1	5	-.681656841	.7882117973	.352499032
0	5	-.913631548	.8034062971	.359294219
H+1	5	-.513817809	1.3443692940	.601220226
H+2	5	-.302804359	.9206274152	.411717096
H+3	5	-.687836257	.6445625719	.288257145
H+4	5	.177319928	.9276622626	.414863176
H+5	5	-1.04335137	1.3175020501	.589204629

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
H-5	-.377	4	.725	-.2559810	-2.1399694	1.6280474
H-4	-.063	4	.953	-.0473419	-2.1448643	2.0501805
H-3	-.128	4	.905	-.0618568	-1.4086307	1.2849172
H-2	.315	4	.769	.16719173	-1.3078252	1.6422087
H-1	-1.934	4	.125	-.6816568	-1.6603511	.29703737
0	-2.543	4	.064	-.9136315	-1.9111922	.08392913
H+1	-.855	4	.441	-.5138178	-2.1830728	1.1554371
H+2	-.735	4	.503	-.3028044	-1.4459143	.84030556
H+3	-2.388	4	.075	-.6878363	-1.4881664	.11249388
H+4	.427	4	.691	.17731993	-.97452491	1.3291648
H+5	-1.771	4	.151	-1.043351	-2.6792462	.59254349

LAMPIRAN VIII



T-Test (Dividen Menurun)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	10	1.796E+14	3.961E+14	1.25270E+14
H-4	10	-1.541E+14	7.406E+14	2.34202E+14
H-3	10	-2.565E+14	1.170E+15	3.70042E+14
H-2	10	-2.846E+14	8.592E+14	2.71711E+14
H-1	10	-1.679E+14	7.106E+14	2.24713E+14
0	10	-1.581E+12	4.347E+14	1.37477E+14
H+1	10	-8.867E+13	6.607E+14	2.08927E+14
H+2	10	-1.628E+14	7.772E+14	2.45762E+14
H+3	10	-1.630E+14	6.723E+14	2.12593E+14
H+4	10	-1.653E+14	5.265E+14	1.66498E+14
H+5	10	-1.706E+14	5.276E+14	1.66850E+14

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
H-5	1.434	9	.185	*****	-1.04E+14	4.630E+14
H-4	-.658	9	.527	-1.54E+14	-6.84E+14	3.757E+14
H-3	-.693	9	.506	-2.57E+14	-1.09E+15	5.806E+14
H-2	-1.047	9	.322	-2.85E+14	-8.99E+14	3.300E+14
H-1	-.747	9	.474	-1.68E+14	-6.76E+14	3.404E+14
0	-.011	9	.991	-1.58E+12	-3.13E+14	3.094E+14
H+1	-.424	9	.681	-8.87E+13	-5.61E+14	3.840E+14
H+2	-.662	9	.524	-1.63E+14	-7.19E+14	3.932E+14
H+3	-.767	9	.463	-1.63E+14	-6.44E+14	3.179E+14
H+4	-.993	9	.347	-1.65E+14	-5.42E+14	2.114E+14
H+5	-1.023	9	.333	-1.71E+14	-5.48E+14	2.068E+14