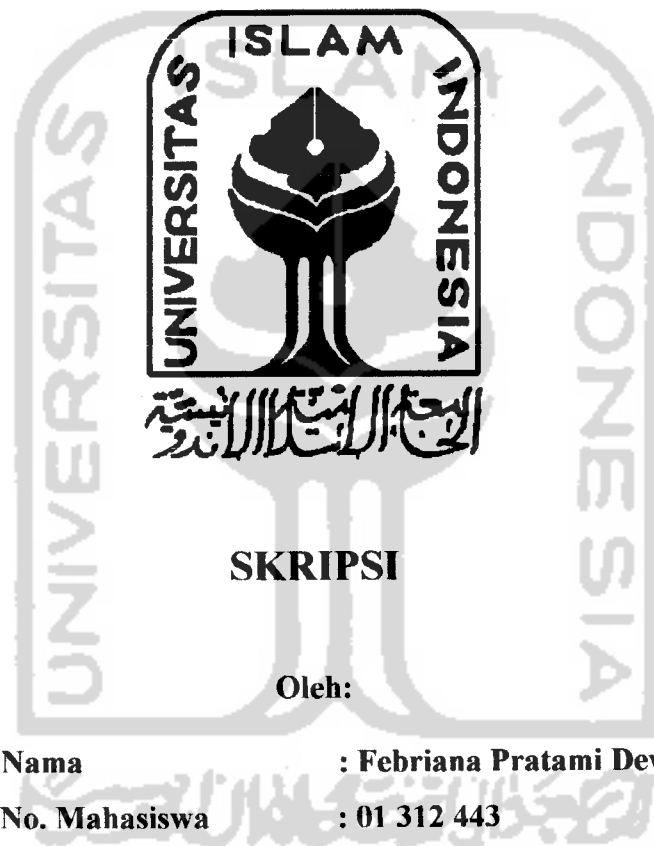


**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI PASAR
SAAT PENGUMUMAN DIVIDEN SAHAM**



**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI PASAR SAAT PENGUMUMAN DIVIDEN SAHAM

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-1 Jurusan Akuntansi
pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia



Oleh:

Nama : Febriana Pratami Dewi

No. Mahasiswa : 01 312 443

**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 pendapat 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 apapun sesuai peraturan yang berlaku. “

Yogyakarta, 8 Februari 2006



Febriana Pratami Dewi

**FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI PASAR SAAT
PENGUMUMAN DEVIDEN SAHAM**

Hasil Penelitian

diajukan oleh

Nama : Febriana Pratami Dewi
Nomor Mahasiswa : 01312443
Jurusan : Akuntansi



Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing
Pada tanggal 14/02/06

Dosen Pembimbing,

(Drs. Yunan Najamuddin, MBA)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI PASAR SAAT
PENGUMUMAN DEVIDEN SAHAM

Disusun Oleh: FEBRIANNA PRATANI DEWI
Nomor mahasiswa: 01312443

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan LULUS
Pada tanggal : 14 Maret 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Drs. Yunan Najamudin, MBA

Penguji : Drs. Dekar Urumsah, S.Si, M.Com.

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Drs. Suwarsono, MA

HALAMAN MOTTO

- Segala sesuatu ada waktunya... apa yang tercipta merupakan jawaban dari putaran waktu yang Tuhan sediakan buatku..emosi, ego, luapan tawa, tetes airmata, impian, semua lebur jadi satu menjadi sebuah pengakuan yang penuh arti buat perjalanan hidupku....mungkin terasa sederhana namun ini sisi hidupku yang pernah kualami dan ingin kubagi saat ini, semua penuh arti...baik ataupun buruk hidupku penuh arti....Semua yang kulewati sampai hari ini ada hanya karena cinta dan kasih karunia...Nikmati hidup apa adanya karena semua berawal dari sana, yakin segala sesuatu ada waktunya dan terjadi tepat pada waktunya....
- Tuhan, karuniakanlah diriku ketentraman batin untuk menerima hal-hal yang tidak mungkin kuubah, keberanian untuk mengubah hal-hal yang bisa kuubah dan kebijaksanaan untuk mengetahui perbedaannya.

(Barry Spilchuck)

- Di depan matahari dan bulan aku akan melakukan sepenuh hati apa yang membahagiakan batinku dan apa yang ditunjuk oleh hatiku.

(Radolph Waldo.E)

Kupersembahkan karya kecil ini teruntuk:

- ❖ *My lord, sang penguasa jagad raya Allah swt*
- ❖ *Yang tercinta kedua orangtuaku*
- ❖ *Yang tersayang adek2ku de' desty widyanturi dan de'
kulleesa yulfas lazwari*
- ❖ *Yang selalu menjadi yang terkasih dan yang akan menjadi
yang terkasih*
 - ❖ *All my family*
 - ❖ *All my friend's*

KATA PENGANTAR

Assalammu'alaikum Wr.Wb

Syukur alhamdulillah penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufik serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “ **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI PASAR SAAT PENGUMUMAN DIVIDEN SAHAM** “.

Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia.

Selesaiannya skripsi ini tidak lepas dari bantuan dan bimbingan beberapa pihak, oleh karena itu dalam kesempatan ini pula penulis menyampaikan banyak terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Drs. H. Suwarsono, MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia.
2. Bapak Drs. H. Yunan Najamuddin, MBA, selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang sudah membantu memberikan saran, nasehat yang berguna atas terselesaikannya skripsi ini.
3. Kagem kedua orangtuaku tercinta Ir. Sartono, MT dan Dra. Srie Sumiati terima kasih atas segala curahan cinta, limpahan kasih sayang dan untaian doa-doa yang tak pernah henti kau anugerahkan untukku, serta adek2ku tersayang de' desty dan de' kullles... tetap rukun dan rajin belajar yaa?!

yang tak pernah henti kau anugerahkan untukku, serta adek2ku tersayang de' desty dan de' kullles...tetap rukun dan rajin belajar yaa?!

4. Kagem Keluarga Eyang Kakung dan Eyang Uti di Solo maupun Surabaya, maturnuwun sanget atas doa2 dan nasehat2nya, semoga semua ini bisa menjadi bekal untukku di masa depan...sembah sungkem selalu
5. Untuk Papi dan Mamiku di Komplek Cakrawala, Solo makasih buat semuanya, doa, semangat dan nasehat2nya yang teramat sangat berfaedah sekali buatku...juga adek2ku tersayang De' Laras (HI bouww..), My Boy De' Khana ..makasih atas lucu-lucuannya yaa....
6. Untuk Bapak dan Ibu Drs. Hadi Prabawa terima kasih atas segala perhatian, nasehat dan kasih sayangnya selama ini, semoga tali silaturahmi ini tetap terjalin indah sampai kapanpun, tak lupa de' argha adi gautama, makasih dah selalu support dan kasih kegembiraan untukku,,sukses selalu buatmu.....
7. Untuk sahabat2ku tercinta (AB THREE) : Hj. Sita Fatwati, SE dan Endah 'Violeta' Lestari, SE...kita bersyukur akhirnya kita jadi SE juga?! Makasih yang tak terkira atas persahabatan ini, kalian dah memberi banyak arti tentang indahnya persahabatan ini...tanpa kalian aku bukan apa-apa, kalian selalu ada saat aku harus melewati " Peristiwa Hidup" yang waktu itu kurasakan amat sulit dan kalian membuat aku tegar melewati masa sulitku dengan ketegaran, keceriaan yang hadir bersama kalian membuatku tersadar bahwa persahabatan sejati selalu terjalin tanpa terkikis oleh bergulirnya waktu....I LoPh U so MuCh

8. Untuk sahabat curhatku “1 barak”... Heni ‘Kربول’ dan Annisa ‘Infanteri’, makasih dah mau berbagi cerita ‘heroik’ tentang para ‘super hero’ kita itu lho....Uraian airmata kadang bergulir demi sebuah pengorbanan untuk dia yang tercinta.namun babak selanjutnya memang harus kita lewati, semoga apa yang kita nanti dan siapa yang kita nanti akan menjadi sebuah kenyataan dan takdir hidup yang harus kita jalani tanpa harus disesali kedatangan dan kepergiannya....
9. Buat teman2 kos ‘WARNING’ : Mba’ Ayie, (makasih pinjeman buku n komputernya), Heni ‘Guajih’ (kangen curhat ga’ jelasnya itu lho), Dian (kangen nggosip pa’ tentara euy !), De’ Tria (makasih pigura ungunya..loph u de2ku), Ana (tetep semangat dalam hal apapun..ok), Heni ‘cilik’, Mba’ Ayu n De’ Alif... moga kita bertemu lagi dalam suasana yang lebih indah....Good LuCk PrEnD....
10. Sobat2ku KKN GK 133 : Ayah Andrie, Tete Dessy, Tante Derry, Om Farid Ndut n Enie Darling....Kebersamaan kita yang singkat ini memberikan arti yang sangat dalam untukku, arti sebuah keluarga kecil yang terjalin indah dalam sebuah persahabatan....
11. Teman seperjuangan bimbingan skripsi : Cynthia, Citra, Icha, Eko, Happy, Liztie, Indah, Putri, Niken....persahabatan dalam sebuah perjuangan telah kita lewati, walaupun berat namun itulah arti perjuangan yang harus kita lalui dan akan lebih berat lagi kalau kita tak mampu melewati dan menyerah....

12. Teruntuk yang pernah jadi yang ‘terkasih’...makasih atas cinta, doa, support serta kebahagiaan yang selalu kau beri untukku selama ini...perjalanan kita teramat indah namun sulit rasanya menyatukan perasaan yang sudah terpisah namun masih ada hingga pada akhirnya semuanya ini bermuara pada satu titik dimana perpisahan terasa amatlah indah...semua penuh makna dan dari makna itulah hikmah tercipta hingga pada akhirnya sekeping kenangan kubingkai dalam album memori yang terindah, walaupun perasaan kita tak mampu untuk saling memiliki...
13. Kepada semua pihak yang telah banyak membantu memberikan dorongan, doa, masukan dalam penyusunan skripsi ini yang tidak penulis sebutkan satu persatu. Penulis menyadari skripsi ini jauh dari sempurna, oleh karena itu kritik dan saran akan penulis harapkan sebagai bahan perbaikan dimasa mendatang, semoga skripsi ini dapat bermanfaat terutama sebagai sumbangan kecil bagi ilmu pengetahuan.

Wasaalamu'alaikum Wr.Wb

Yogyakarta, Maret 2006

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL 1.....	i
HALAMAN JUDUL 2.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
HALAMAN BERITA ACARA UJIAN.....	v
HALAMAN MOTTO.....	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xii
ABSTRAK.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	4
1.3 Tujuan Penelitian.....	4
1.4 Manfaat Penelitian.....	4
1.5 Sistematika Pembahasan.....	5
BAB II KAJIAN PUSTAKA	
2.1 Pengertian Deviden dan Penentuan Kebijakan Deviden.....	7

2.1.1 Pengertian Deviden.....	7
2.1.2 Penentuan Kebijakan Deviden.....	9
2.2 Teori Kebijakan Deviden.....	13
2.3 Kebijakan Deviden.....	27
2.4 Kebijaksanaan Pemberian Deviden.....	33
2.5 Stabilitas Deviden.....	34
2.6 Pembahasan Deviden Saham.....	36
2.6.1 Deviden Saham.....	36
2.6.2 Karakteristik dan Pengaruh Deviden Saham.....	37
2.7 Kajian Teoritis dan Hipotesis.....	38
2.7.1 Hasil Penelitian Terdahulu.....	38

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian.....	52
3.2 Sumber Data dan Pengumpulan Data.....	52
3.3 Definisi dan Pengukuran Variabel.....	54
3.4 Metode Analisis Data.....	59
3.5 Prosedur Pengujian Hipotesis.....	61

BAB IV ANALISIS DATA

4.1 Menghitung Informasi Historis Deviden.....	63
4.2 Menghitung Ukuran Distribusi Deviden Saham.....	65
4.3 Menghitung Rata-Rata Dana dari Operasi.....	66
4.4 Menghitung Perubahan Deviden Saham.....	66
4.5 Menghitung <i>Cummulative Abnormal Return (CAR)</i>	67

4.6 Menghitung dan Menganalisis Pengaruh Informasi Historis Deviden, Ukuran Distribusi Deviden Saham, Rata-Rata Dana dari Operasi dan Perubahan Deviden Saham dengan <i>Cummulative Abnormal Return</i>	68
4.7 Pengujian Hipotesis.....	79
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan.....	82
5.2 Saran.....	83
REFERENSI	
LAMPIRAN	



DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
4.6 Hasil Regresi.....	73
4.7 Hasil Perhitungan <i>Factor Analysis</i>	75



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Hasil Perhitungan Proksi IOS.....	83
Lampiran 2. Hasil Perhitungan Market Value.....	84
Lampiran 3. Hasil Perhitungan ROI dan ROE.....	85
Lampiran 4. Hasil Perhitungan Dummy Perubahan Deviden Saham.....	86
Lampiran 5. Hasil Perhitungan CAR.....	87



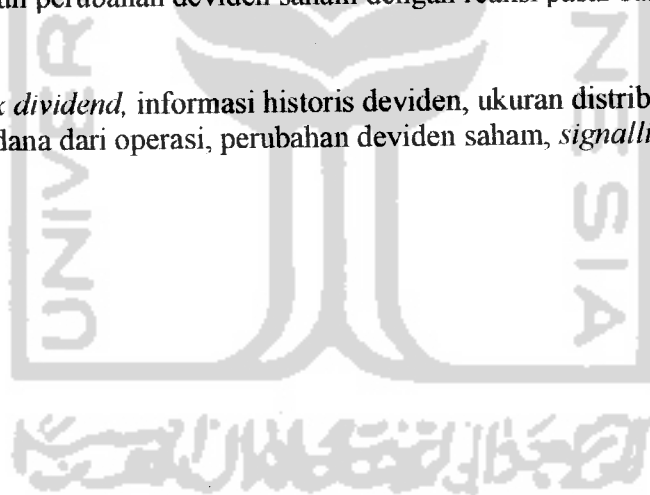
ABSTRAK

Pemikiran yang paling mendasar dari penelitian ini adalah bahwa pasar akan bereaksi secara berbeda saat terjadinya suatu pengumuman deviden saham, tergantung bagaimana pasar tersebut menafsirkan perusahaan apakah (1) mempunyai kesempatan untuk tumbuh dan berkembang secara signifikan atau (2) “kekurangan” kas dan mengganti deviden tunai dengan deviden saham. Untuk menegasakan perbedaan 2 penafsiran tersebut pasar akan memakai informasi lain yang dikeluarkan perusahaan sebagai bukti yang memperkuat atau menyangkal perkiraan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antar beberapa variabel yaitu informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi dan perubahan deviden saham dengan reaksi pasar saat pengumuman deviden saham.

Hasil yang ditunjukkan adalah tidak adanya bukti yang cukup untuk mengkaitkan baik informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi maupun perubahan deviden saham dengan reaksi pasar saat pengumuman deviden saham.

Kata Kunci : *stock dividend*, informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi, perubahan deviden saham, *signalling theory*.



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Fenomena pembagian deviden saham merupakan fenomena yang menarik. Beberapa penelitian menyebutkan bahwa fenomena ini banyak menimbulkan teka-teki (*puzzled*). Di satu sisi pengumuman deviden saham mengindikasikan bahwa perusahaan sedang menghemat kas karena perusahaan sedang menghadapi masa-masa sulit, tetapi di sisi lain deviden saham juga mungkin menunjukkan bahwa perusahaan justru sedang mengekspresikan kepercayaan diri (konfidensi). Hal yang pertama bisa ditafsirkan bahwa perusahaan mengumumkan deviden saham karena sedang mengalami kerugian dan kegentingan kas yang akut, sedangkan yang kedua bisa juga dipahami bahwa perusahaan justru ingin menanamkan investasi pada suatu usaha yang menguntungkan.

Pasar akan merespon pengumuman deviden saham tersebut secara berbeda pula. Pasar akan bereaksi secara positif bila melihat bahwa pengumuman deviden saham diartikan perusahaan akan melakukan investasi, sebaliknya pasar akan bereaksi negatif bila pengumuman ditafsirkan perusahaan sedang berada dalam kondisi krisis likuiditas. Untuk membedakan perusahaan yang prospektif dan perusahaan yang krisis, pasar membutuhkan informasi penegas untuk mengklasifikasikan perusahaan yang mengumumkan deviden

saham sebagai perusahaan yang “baik” dan yang “buruk”. Selain itu pasar juga akan memakai informasi-informasi yang lain mengenai perusahaan sebagai pelengkap (*complemen*) terutama yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi investor yaitu informasi tentang naik turunnya deviden tunai yang dibagikan perusahaan karena informasi tersebut mengandung muatan informasi yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh para investor atau calon investor dalam melakukan penilaian perusahaan. Pengumuman pembagian deviden mempunyai pengaruh terhadap reaksi pasar yang ditunjukkan dengan perubahan saham, return, dan volume perdagangan. Menurut Arifin (1993), pengumuman deviden dan pengumuman laba pada periode sebelumnya adalah dua jenis pengumuman yang paling sering digunakan oleh para manajer untuk menginformasikan prestasi dan prospek perusahaan. Deviden saham serupa dengan pemecahan saham dalam hal kesamaan “membagi ekuitas” menjadi bagian yang lebih kecil “tanpa” mempengaruhi posisi fundamental dari pemegang saham saat ini, baik dalam deviden saham maupun pemecahan saham dimaksudkan untuk mempertahankan harga saham pada suatu tingkat “optimal”.

Penelitian ini berhubungan dengan deviden saham sebagai faktor untuk mengetahui peranan pelengkap (*complemen*) informasi akuntansi bagi pasar. Bahwa pengaruh *stock split*, *stock dividend*, dan *stock bonus* terhadap perubahan harga saham menunjukkan bahwa pada pasar modal Indonesia,

perubahan harga-harga saham perusahaan yang membagikan deviden saham dan deviden bonus tidak disebabkan oleh bertambah banyaknya jumlah lembar saham yang beredar, dan saham-saham perusahaan ini tidak dapat dipastikan dapat dijual pada *short sales*, dan tidak dapat dipastikan pula penurunan *expected return portofolio* dan resiko portofolio disebabkan oleh karena perusahaan membagi deviden saham dan deviden bonus. Baik deviden saham maupun pemecahan saham memiliki pengaruh pemberian isyarat atau informasi. Harga saham cenderung meningkat di sekitar waktu pengumuman adanya deviden/pemecahan saham sesuai dengan isyarat positif informasi yang terkandung. Perusahaan yang membagikan deviden saham dan bukan deviden tunai, bertujuan untuk menahan kas perusahaan, tetapi hal tersebut dapat ditafsirkan pada 2 alasan :

1. Perusahaan mengalami kerugian atau kegentingan kas yang akut atau,
2. Perusahaan justru ingin menanamkan investasi pada usaha yang lebih menguntungkan.

Untuk menegaskan kedua penafsiran tersebut pasar akan memakai informasi lain yang berasal dari perusahaan yang membagikan deviden saham tersebut. Dengan mengajukan variabel informasi sejarah deviden perusahaan untuk membedakan kedua indikasi tersebut. Beberapa informasi perusahaan diajukan sebagai pelengkap (*complemen*) dalam menanggapi pengumuman pembagian deviden. Untuk penelitian ini akan mengajukan tiga variabel pokok yaitu data

historis deviden, ukuran distribusi saham deviden dan dana dari operasi serta variabel kontrol yaitu kenaikan dan penurunan deviden saham.

Berdasarkan latar belakang diatas penulis mencoba untuk mengkaji **“Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Reaksi Pasar Saat Pengumuman Dividen Saham”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan atas uraian pada latar belakang dalam penelitian ini maka dapat dirumuskan suatu pokok permasalahan sebagai berikut:

Apakah faktor-faktor informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi maupun perubahan deviden saham mempunyai pengaruh dengan reaksi pasar saat pengumuman deviden saham ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui keterkaitan antara beberapa variabel dependen dan independen dan menganalisis pengaruh variabel tersebut dengan reaksi pasar saat pengumuman deviden saham.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Bagi Perusahaan

Perusahaan sebagai obyek penelitian akan mendapatkan manfaat dari penelitian ini terutama dalam hal memberikan sinyal pada pasar serta membantu mempertimbangkan penentuan kebijakan-kebijakan yang lain dalam hubungannya dengan pengumuman deviden saham.

2. Bagi Penulis

Penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengumuman deviden saham sehingga dapat memberikan wawasan dan pengetahuan yang lebih mendalam serta sebagai dasar bagi penelitian selanjutnya.

3. Bagi Investor

Penelitian ini akan membantu menambah pertimbangan pembagian saham sehingga investor akan lebih tepat menyikapi informasi tentang pengumuman deviden saham.

1.5 SISTEMATIKA PEMBAHASAN

Dalam penyusunan skripsi ini, untuk memudahkan pembahasan maka disusun dengan membagi menjadi 5 bab dan masing-masing bab dibagi lagi menjadi beberapa sub bab sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini penulis akan menguraikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan masalah, manfaat penelitian dan sistematika penelitian.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Membahas teori-teori yang akan digunakan sebagai dasar pembahasan dari penulisan ini meliputi ; pengertian deviden, teori kebijakan deviden, kebijakan deviden, stabilitas deviden, pengertian deviden

saham dan karakteristiknya, pengaruh deviden saham, kajian teoritis serta formulasi hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Membahas tentang populasi dan sample penelitian, data penelitian yang digunakan, variabel penelitian, metode analisa data, dan prosedur pengujian hipotesis.

BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN

Membahas pengolahan variabel penelitian yang meliputi ; Menghitung informasi historis deviden dalam proksi IOS, menghitung ukuran distribusi saham, menghitung rata-rata dana dari operasi dan menghitung perubahan deviden saham. Selanjutnya akan dibahas analisis *output statistic regresi*, dan pembahasan lebih lanjut.

BAB V PENUTUP

Merupakan bagian yang berisi kesimpulan dari penelitian yang dilakukan dan saran-saran bagi pihak yang terkait.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Pengertian Deviden dan Penentuan Kebijakan Deviden

2.1.1 Pengertian Deviden

Deviden adalah bagian dari laba yang didistribusikan kepada pemodal sebagai penghasilan yang diterimanya atas kepemilikan sahamnya pada suatu perusahaan, deviden juga berarti proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimilikinya (Zaki Baridwan, 1996). Nilai dan waktu pembayaran deviden ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan nilai yang dibagikan dapat berkisar antara nol hingga sebesar laba bersih tahun atau tahun lalu. Pemodal akan mendapat deviden jika ia bersedia menahan atau memegang saham yang dibelinya dalam waktu yang relatif lama setidaknya 1 tahun, sebab dalam kurun waktu itu emiten biasanya telah menerbitkan laporan keuangan dan membayarkan deviden. Bisa juga dalam kurun waktu kurang dari 1 tahun bila pembelian saham dilakukan menjelang emiten membayarkan deviden. Prosedur pembagian deviden menurut Weston dan Brigham (1986) adalah sebagai berikut ;

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal saat emiten memutuskan untuk membagikan deviden.

2. Tanggal pencatatan (*record date*) adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima deviden yang akan dibagikan.

1. Tanggal ex deviden (*ex deviden date*) adalah tanggal saat hak atas deviden periode berjalan dilepaskan dari kepemilikan sahamnya, biasanya jangka waktunya adalah 4 hari kerja sebelum tanggal pencatatan pemegang saham.
2. Tanggal pembayaran deviden (*payment date*) adalah tanggal saat perusahaan benar-benar membagikan deviden.

Ada beberapa jenis deviden yaitu :

1) Deviden Kas (*Cash Dividend*)

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

2) Deviden Aktiva Selain Kas (*Property Dividend*)

Kadang-kadang deviden dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, deviden dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagang atau aktiva-aktiva lain.

3) Deviden Hutang (*Scrip Dividend*)

Deviden hutang timbul apabila laba tidak dibagi saldonya mencukupi untuk pembagian deviden, tetapi saldo kasnya tidak cukup sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividend* tetapi saldo kasnya tidak cukup sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividend* yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang. *Scrip dividend* ini mungkin berbunga mungkin tidak.

4) Deviden Likuidasi

Deviden likuidasi adalah deviden yang sebagian merupakan pengembalian modal. Apabila perusahaan membagi deviden likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba, dan berapa yang merupakan pengembalian modal sehingga para pemegang saham bisa mengurangi rekening investasinya.

5) Deviden Saham

Deviden saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada pemegang saham, sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya. Deviden saham dapat berupa saham yang jenisnya sama maupun yang jenisnya berbeda.

2.1.2 Penentuan Kebijakan Deviden

Kebijakan deviden adalah kebijakan yang menyangkut masalah pembagian laba yang menjadi hak pemegang saham. Pada dasarnya laba

yang diperoleh perusahaan dapat dibagikan sebagai deviden atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Permasalahannya adalah mengenai kebijakan deviden oleh perusahaan mengenai kapan dan dalam keadaan yang seperti apa sebaiknya laba dibagikan dan kapan sebaiknya laba tersebut akan ditahan sehingga tercipta keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam kenaikan harga saham.

Kebijakan deviden yang diambil oleh suatu perusahaan akan menarik minat pemodal yang sepaham dengan kebijakan tersebut. Di bawah ini akan dikemukakan alternatif kebijakan yang bisa digunakan dalam praktek menurut Weston dan Brigham (1986) adalah :

1) Kebijakan Deviden Residual

Dasar dari kebijakan ini adalah pemodal lebih menginginkan perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk deviden yang lebih tinggi. Kebijakan ini sangat dipengaruhi adanya peluang dan ketersediaan dana guna membiayai investasi baru. Dengan demikian apabila kebijakan ini ditetapkan maka akan timbul pembayaran deviden yang tidak menentu.

2) Rasio Pembagian Deviden yang Konstan

Adanya kecenderungan perusahaan akan membayarkan deviden yang stabil dan tetap tersedianya dana untuk investasi, maka

perusahaan dapat menggunakan metode rasio pembagian deviden yang konstan. Yang harus diperhatikan adalah laba yang selalu berubah-ubah sehingga jumlah deviden akan berubah pula, saat laba turun. Jika perusahaan mengurangi deviden untuk memperhatikan rasio pembagian deviden agar tetap konstan hal ini akan berakibat harga saham menjadi jatuh karena pemodal akan mengartikan pengurangan deviden sebagai isyarat adanya penurunan laba. Namun target rasio pembagian deviden adalah keadaan yang relatif stabil dalam jangka panjang meskipun terjadi penurunan laba pada tahun tertentu, tetapi diharapkan pembagian deviden rata-rata dari waktu ke waktu dapat mendekati ke tingkat yang ditargetkan.

3) Deviden Ekstra

Merupakan tambahan deviden yang dibayarkan apabila terdapat kelebihan dana yang tersedia. Beberapa hal yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan prosentase atau besarnya pembayaran deviden yaitu:

1. Dana

Kemampuan deviden atas pembagian deviden dianalisis berdasarkan distribusi probabilitas dari arus kas dan posisi kas yang mungkin sehingga perusahaan dapat menentukan dana residu yang mungkin dibutuhkan di masa yang akan datang. Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan untuk membayar deviden. Penghasilan perusahaan

akan digunakan terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan dananya (semua proyek investasi yang menguntungkan) baru sisanya untuk pembayaran deviden.

2. Daya

Semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam mengindikasikan semakin besar pula fleksibilitas dan kemampuan untuk membayar deviden. Perusahaan yang memiliki akses kuat dalam memperoleh dana utang tentunya tidak akan terlalu mengkhawatirkan pengaruh yang mungkin akan timbul sebagai akibat adanya pembagian deviden terhadap likuiditas perusahaan.

3. Likuiditas

Deviden merupakan arus kas yang keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas menyeluruh dari perusahaan semakin besar pula kemampuan untuk membayar deviden. Manajemen dari suatu perusahaan harus dapat mempertahankan suatu posisi likuiditas untuk memberikan fleksibilitas dan perlindungan terhadap ketidakpastian yang memungkinkan manajemen enggan membayar deviden yang besar. Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan deviden. Karena deviden merupakan arus keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar deviden. Apabila

manajemen ingin memelihara likuiditas dalam mengantisipasi adanya ketidakpastian dan agar mempunyai fleksibilitas keuangan, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar deviden dalam jumlah yang besar.

4. Penaksiran

Perusahaan harus memperhatikan pula mengenai informasi mengenai rasio pembayaran deviden dari perusahaan lain yang bergerak di sektor yang sama atau yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang sama.

Deviden merupakan pencerminan penghasilan yang akan diperoleh para pemegang saham sebagai bagian dari laba yang berhasil didapat perusahaan dalam operasinya. Perusahaan perlu untuk menghitung dengan cermat perolehan deviden per lembar saham.

2.2 Teori Kebijakan Deviden

Dalam pembagian deviden, perusahaan mempertimbangkan posisi pembagian antara pembayaran kepada pemegang dan reinvestasi dalam perusahaan. Di satu sisi, laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber pendanaan yang sangat signifikan bagi pertumbuhan perusahaan tetapi di sisi lain deviden merupakan aliran kas (atau *asset*) yang dibagikan kepada pemegang saham. Beberapa hal yang menjadi dasar pertimbangan kebijakan deviden antara lain:

1. Adanya perjanjian (misalnya : hutang)

2. Kebutuhan dana bagi perusahaan
3. Likuiditas perusahaan
4. Sifat pemegang saham
5. Stabilitas deviden, atau
6. Target tertentu mengenai rasio pembayaran deviden

Keputusan pembagian deviden merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi devidennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Berhubungan dengan hal tersebut maka masalah yang akan timbul adalah bagaimana suatu kebijakan deviden akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam keputusan pembagian deviden perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertimbangan perusahaan dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan ke dalam bentuk deviden akan terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang paling berbeda kepentingan, yaitu pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak perusahaan itu sendiri. Besar kecilnya deviden yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan deviden dari masing-masing perusahaan.

Brigham, et. al. (1999) menyebutkan ada tiga teori dari preferensi investor yaitu:

1. *Dividen Irrelevance Theory*

Adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya, teori ini mengikui pendapat MM yang mengatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan resiko bisnis. Dengan demikian kebijakan deviden sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan. Teori ini juga menyatakan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Jika kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan. Pendukung utama teori ketidakrelevanan deviden ini adalah Nerton Miller dan Franco Modigliani. Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi antara deviden dan laba yang ditahan. Untuk memahami argumen MM bahwa kebijakan deviden adalah tidak relevan. Perlu diketahui bahwa setiap pemegang saham dapat menyusun kebijakan deviden-nya sendiri. Pendapat ini dikemukakan oleh Modligiani dan Miller (MM) memberikan argumentasi bahwa pembagian laba dalam bentuk deviden tidak relevan. MM mengatakan bahwa *Dividend Payout Rratio* (DPR) hanya merupakan bagian kecil dari keputusan pendanaan perusahaan. DPR tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. MM berargumentasi bahwa nilai perusahaan ditentukan tersendiri oleh kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba atau kebijakan

investasi. Jadi dalam rangka membagi laba perusahaan menjadi deviden dan laba yang ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam hal ini MM berasumsi bahwa adanya pasar modal sempurna dimana tidak ada biaya transaksi, biaya pengambangan (*floatation cost*) dan tidak ada pajak. Teori yang dianjurkan oleh Modigliani-Miller (MM) ini menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya atau dapat dikatakan bahwa kebijakan deviden sebenarnya tidak relevan. Menurut Weston dan Brigham (1990) nilai suatu perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk deviden atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Berbagai asumsi untuk mendukung teori ketidakrelevanan deviden yang digunakan oleh MM adalah sebagai berikut :

- a) Tidak terdapat pajak pendapatan perorangan atau perusahaan.
- b) Tidak terdapat biaya emisi atau jual beli saham.
- c) *Finanacial leverage* tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal perusahaan.
- d) Para investor dan manajer perusahaan menginformasikan tentang prospek perusahaan di masa mendatang.
- e) Distribusi pendapatan antara deviden dan laba ditahan tidak mempunyai pengaruh.
- f) Kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak tergantung pada kebijakan devidennnya.

2. *Theory Relevansi Deviden (Relevant Theory)*

Pendapat ini coba membantah pendapat ketidakrelevanan pembayaran deviden. Sejumlah argumentasi diajukan untuk mendukung posisi yang kontradiksi yaitu bahwa deviden adalah relevan untuk kondisi yang tidak pasti. Dengan kata lain para investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan deviden. Pendapat ini terutama ditujukan untuk keadaan yang penuh ketidakpastian. Argumen-argumen tersebut antara lain :

1. Preferensi atas deviden

Para investor tertentu mungkin mempunyai pilihan deviden daripada keuntungan sebagai akibat perubahan harga saham (*capital gain*). Pembayaran deviden merupakan alternatif pemecahan dalam kondisi ketidakpastian para investor tentang kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (*profitabilitas*) perusahaan. Deviden akan diterima saat ini dan terus menerus tiap tahun, sedangkan *capital gain* akan diterima untuk waktu yang akan datang jika harga saham naik. Dengan demikian perusahaan yang membayar deviden akan memecahkan ketidakpastian investor lebih awal dari perusahaan yang tidak membayar deviden.

2. Pajak Atas Investor

Pajak memiliki banyak pengaruh yang berbeda-beda karena pajak *capital gain* lebih kecil daripada pajak penghasilan deviden, maka perusahaan mungkin lebih menguntungkan untuk menahan labanya tersebut, sebaliknya apabila pajak penghasilan deviden lebih kecil

daripada pajak *capital gain*, maka lebih menguntungkan bila perusahaan membayar deviden. Sedangkan mengenai perpajakan ini tergantung pada peraturan pajak di masing-masing negara.

3. Biaya Pengambangan

Biaya pengambangan (*floatation cost*) adalah biaya yang berhubungan dengan penerbitan surat berharga, seperti biaya pertanggung emisi, biaya konsultasi hukum, pendaftaran saham dan percetakan. Ketidakrelevanan pembayaran deviden didasarkan pada pemikiran bahwa pada saat terdapat peluang investasi yang menguntungkan namun deviden tetap dibayarkan, maka dana yang dikeluarkan oleh perusahaan harus diganti dengan dana yang diperoleh dari pendanaan eksternal. Padahal dana eksternal tersebut menimbulkan biaya pengambangan, sehingga adanya biaya pengambangan menyebabkan keputusan menahan laba lebih baik daripada membayar deviden.

4. Biaya Transaksi dan Pembagian Sekuritas

Biaya transaksi yang terjadi di dalam penjualan sekuritas (surat berharga) cenderung untuk menghambat proses *arbitrase*. Para pemegang saham yang berkeinginan mendapat laba sekarang, harus membayar biaya transaksi bila menjual sahamnya untuk memenuhi distribusi kas yang mereka inginkan karena pembayaran devidennya kurang. Pasar yang sempurna juga mengasumsikan bahwa sekuritas dapat dibagi (*divisible*) secara tak terbatas. Namun kenyataannya bahwa unit sekuritas terkecil adalah 1 lembar saham. Hal ini akan

menjadi alat untuk menghindari penjualan saham sebagai pengganti deviden yang kurang. Sebaliknya para pemegang saham tidak menginginkan pembayaran deviden untuk tujuan konsumsi. Hal ini menunjukkan bahwa biaya transaksi dan masalah pembagian sekuritas tidak menguntungkan para pemegang saham.

5. Pembatasan Institusional

Hukum sering membatasi jenis-jenis saham yang boleh dibeli para investor *institusional* (lembaga) tertentu. Sering pemerintah melarang lembaganya untuk investasi saham pada perusahaan yang tidak memberikan deviden.

3. *Bird In –The- Hand Theory*

Sependapat dengan Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *dividen payout ratio* rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima deviden daripada *capital gain*. Kesimpulan utama dari ketidakrelevanan deviden MM adalah bahwa kebijakan deviden tidak mempengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan atas sekuritas, K_s . Kesimpulan ini telah diperdebatkan dengan hangat di kalangan akademik. Khususnya, Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa K_s akan turun apabila rasio pembagian deviden dinaikan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima deviden.

4. *Tax Preferen Theory*

Adalah suatu yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan deviden dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian deviden yang rendah daripada yang tinggi :

1. Keuntungan modal dikarenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan deviden. Untuk investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan deviden yang pajaknya lebih tinggi.
2. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual sehingga ada efek nilai waktu.
3. Jika selembur saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karena adanya keuntungan-keuntungan pajak ini para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang membagikan devidennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian devidennya tinggi. Berdasarkan 3 konsep teori tersebut perusahaan dapat melakukan hal-hal berikut:

1. Jika manajemen percaya bahwa *dividen irrelevance theory* dari MM adalah benar maka perusahaan tidak perlu mempedulikan berapa besar dividen yang harus dibagi.
2. Jika perusahaan menganut *bird in the hand* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen.
3. Jika manajemen cenderung mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan harus menahan seluruh EAT atau dengan kata lain DPR = 0%.

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada 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 *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 1 tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak dividen. Kemudian dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham daripada *dividen yield* yang tinggi, sehingga disarankan agar perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Dua teori yang dapat membantu untuk memahami kebijakan deviden adalah sebagai berikut menurut Brigham, et.al (1999) :

1. *Information Content or Signaling Hypothesis*

Di dalam teori ini MM berpendapat bahwa suatu kenaikan deviden yang diatas kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang. Sebaliknya, suatu penurunan deviden atau kenaikan deviden yang di bawah kenaikan normal biasanya diyakini investor sebagai suatu sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap deviden. Ketika MM mengemukakan teori ketidakrelevanan deviden, mereka mengasumsikan bahwa setiap orang investor dan juga manajer mempunyai informasi yang sama mengenai pendapatan dan deviden perusahaan di masa mendatang. Namun dalam kenyataannya investor yang berbeda mempunyai pandangan yang berbeda tentang tingkat pembayaran deviden di masa mendatang dan ketidakpastian yang melekat dalam pembagian tersebut dan manajer mempunyai informasi yang lebih baik mengenai prospek masa depan daripada pemegang saham.

Kenaikan deviden seringkali menyebabkan kenaikan harga saham sementara pemotongan deviden umumnya menyebabkan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai deviden daripada keuntungan modal. Akan tetapi MM berpendapat lain, mereka memberikan fakta yang cukup kuat bahwa perusahaan-perusahaan enggan menurunkan deviden, sehingga mereka tidak akan menaikkan deviden kalau mereka mengantisipasi laba yang lebih tinggi di

masa yang akan datang. Karenanya MM berpendapat bahwa suatu kenaikan deviden yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan. Merupakan “isyarat” bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang. Sebaliknya, penurunan deviden atau kenaikan yang lebih kecil daripada yang diperkirakan, merupakan suatu isyarat bahwa manajemen meramalkan laba yang lebih rendah di masa mendatang. Jadi MM menegaskan bahwa reaksi investor lebih menyukai deviden daripada laba yang ditahan. Sebaliknya, mereka menyatakan bahwa perubahan harga saham sesudah pembagian deviden hanya menunjukkan ada kandungan informasi atau pengisyaratan yang penting dalam pengumuman deviden tersebut. Seperti sebagian besar aspek dari kebijakan deviden, studi empiris tentang pengisyaratan memberikan hasil-hasil yang berbeda. Namun jelas ada suatu kandungan informasi dalam pengumuman deviden. Akan tetapi, sulit untuk menyatakan apakah perubahan harga saham yang mengikuti kenaikan atau penurunan deviden harga mencerminkan pengaruh pengisyaratan atautkah mencerminkan pengisyaratan maupun preferensi terhadap deviden. Namun pengaruh pengisyaratan benar-benar harus dipertimbangkan ketika perusahaan merencanakan suatu perubahan dalam kebijakan deviden. Jika pada teori kebijaksanaan deviden tidak relevan menyatakan bahwa baik 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 beresiko 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 oleh investor sebagai sinyal prospek perusahaan menurun atau perusahaan mungkin akan mengalami kerugian di waktu mendatang. Teori ini berdasarkan pada asumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada investor yang miskin akan informasi tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Ross (1997) berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Dikatakan oleh Ross, agar suatu isyarat bermanfaat harus memenuhi empat hal. Pertama, manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan isyarat yang jujur, walaupun beritanya buruk. Kedua, isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diterima oleh pesaingnya yang kurang sukses. Ketiga, isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang).

Keempat, tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif daripada pengirim isyarat yang sama.

Miller dan Rock (1985), John dan William (1985) juga mengembangkan teori tentang deviden sebagai isyarat. Miller dan Rock menjelaskan bahwa pengumuman deviden memberikan informasi penting untuk membentuk pendapatan perusahaan saat ini yang akhirnya menjadi dasar untuk memprediksi pendapatan-pendapatan di masa yang akan datang. Sedangkan John dan William menekankan pentingnya faktor pembayaran pajak pribadi atas pendapatan deviden, pada saat pembayaran deviden sebagai isyarat yang meyakinkan. Penggunaan deviden sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa mendatang merupakan cara yang tepat, walaupun mahal tetapi berarti. Hanya perusahaan yang prospeknya baik yang dapat melakukan ini. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang tidak sukses sulit untuk meniru cara ini, karena mereka tidak mempunyai arus kas yang cukup untuk melakukannya. Dengan demikian pasar akan bereaksi terhadap perubahan deviden yang dibayarkan, karena pasar yakin bahwa pemberi isyarat adalah perusahaan yang sukses.

Ada 2 asumsi yang mendasari *dividend signalling theory*. Pertama, manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakannya. Karena itu apabila terjadi kenaikan pembagian deviden yang dilakukan oleh manajemen dirasakan oleh investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek bagus di masa mendatang. Kedua, kedalaman informasi

yang dimiliki oleh investor dan manajemen adalah berbeda. Manajer memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena seperti ini bisa terjadi karena adanya *information asymetri* di antara manajer dan investor.

2. *Clientele Effect*

Yang menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan deviden perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *Dividen Payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar dana bersih perusahaan. Apabila perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali pendapatan saat ini akan dirugikan. Nilai saham mereka mungkin naik, tetapi mereka mungkin harus menghadapi kesulitan dan terpaksa menjual sebagian sahamnya untuk memperoleh uang tunai. Juga, sejumlah investor kelembagaan (atau perwalian atau perorangan) mungkin secara hukum dilarang untuk menjual saham sehingga kemudian “membelanjakan modal”. Di lain pihak, pemegang saham lain yang menabung deviden dan tak membelanjakannya mungkin menyukai kebijakan pembayaran deviden yang rendah, karena makin kecil perusahaan membayarkan deviden, makin kecil jumlah pajak yang harus dibayarkan pemegang saham ini dan makin sedikit kesulitan dan biaya yang harus dihadapi untuk menginvestasikan kembali deviden mereka sesudah dipotong pajak.

3. Teori Yang Berhubungan dengan Asimetri Informasi

Teori yang relevan untuk dijadikan acuan meneliti hubungan antara kandungan informasi dari berbagai *corporate action* dengan perkembangan harga saham dan volume perdagangan saham di pasar modal, yaitu *signalling theory*. Teori ini mengasumsikan bahwa manajemen mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak luar perusahaan (investor) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan informasi untuk diperolehnya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi tersebut sebagai sinyal terhadap event tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga dan volume perdagangan saham yang terjadi (Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, 1999). Sebagai implikasinya pengumuman deviden akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan informasi yang dikeluarkan oleh pihak manajemen.

2.3 Kebijakan Dividen

Dividen kas merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Ada 2 jenis dividen yaitu dividen saham preferen dan dividen saham biasa. Besarnya dividen saham preferen adalah sudah ditentukan, sedangkan saham biasa tergantung dari keuntungan perusahaan dan kebijaksanaan yang ditetapkan. Kebijakan dividen yang dimaksudkan sebagai keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan

ditahan untuk reinvestasi. Laba yang dimaksud adalah laba yang ditahan. Telah diketahui bahwa harga saham dipengaruhi oleh deviden kas yang dibayarkan, tingkat pertumbuhan dan tingkat kapitalisasi saham. Dengan demikian besarnya deviden yang dibayarkan akan meningkatkan nilai atau harga saham. Namun semakin besar deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham akan memperkecil sisa dana yang dapat digunakan untuk reinvestasi, karena laba ditahan tersebut sebetulnya merupakan *internal sources of financing* yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

Dengan semakin kecilnya sisa dana yang dapat digunakan untuk mereinvestasi tersebut menyebabkan semakin rendahnya perkiraan pertumbuhan di masa yang akan datang. Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijaksanaan deviden tersebut menimbulkan akibat yang bertentangan. Oleh karena itu penentuan besarnya deviden yang dibagikan kepada pemegang saham menjadi sangat penting dan menjadi tugas manajer keuangan untuk menentukan kebijaksanaan deviden yang optimal. Maksudnya adalah menentukan kebijaksanaan yang akan menyeimbangkan deviden kini dengan tingkat pertumbuhan masa depan agar harga saham dapat dimaksimalkan. Kebijakan deviden mempengaruhi struktur finansial aliran dan likuiditas perusahaan dan sikap investor. Dengan demikian politik deviden merupakan salah satu bidang keputusan pembelanjaan yang berusaha memaksimalkan nilai saham biasa perusahaan

Aturan-aturan resmi yang mempengaruhi kebijakan deviden :

1. Aturan laba neto menyatakan bahwa deviden harus dibayar dari penghasilan masa lalu dan masa datang.
2. Aturan pengurangan modal menyatakan bahwa deviden tidak dapat dibayar dari modal yang tertanam.
3. Aturan yang *insolvabel* menyatakan bahwa tidak ada deviden yang dapat dibayarkan selama *insolvabel*.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijaksanaan deviden antara lain:

1. Posisi Solvabilitas Perusahaan

Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan deviden. Karena deviden merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar deviden. Apabila manajemen ingin memelihara likuiditas dalam mengantisipasi adanya ketidakpastian dan agar mempunyai fleksibilitas keuangan, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar deviden dalam jumlah yang besar. Umumnya jika perusahaan berada pada posisi *insolvency* devidennya tidak dibayarkan. Hal ini karena dana yang terjadi digunakan untuk memperbaiki struktur modal.

2. Posisi Likuiditas Perusahaan

Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan deviden. Karena deviden merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin

besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar deviden. Apabila manajemen ingin memelihara likuiditas dalam mengantisipasi adanya ketidakpastian dan agar mempunyai fleksibilitas keuangan, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar deviden dalam jumlah yang besar. Perusahaan yang dalam keadaan likuid cenderung untuk mengurangi besarnya deviden yang akan dibagikan karena laba ditahan digunakan untuk mengurangi beban hutang jangka pendek.

3. Kebutuhan Melunasi Hutang

Sewaktu hutang (terutama hutang jangka panjang) jatuh tempo, maka perusahaan harus membayar kembali hutangnya. Hal ini akan mengurangi tersedianya kas untuk membayar deviden.

4. Rencana Perluasan

Penambahan aktiva baru dalam rangka perluasan usaha memerlukan dana yang bersumber dari dalam apabila sumber dari luar kurang menguntungkan. Keadaan seperti ini akan mempengaruhi besarnya deviden yang akan dibayarkan.

5. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi bagi perusahaan juga menentukan dalam pemilihan kebijaksanaan deviden. Semakin besar kemungkinan perusahaan menahan laba dan tidak membayarkannya sebagai deviden.

6. Stabilitas Pendapatan

Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil cenderung membagikan deviden yang lebih tinggi dibanding perusahaan-perusahaan

yang pendapatannya labil. Hal ini karena perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang tinggi untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya labil akan menahan labanya dalam prosentase tinggi.

7. Pengendalian (*Control*)

Apabila suatu perusahaan membayar deviden yang sangat besar, maka perusahaan mungkin menaikkan modal di waktu yang akan datang melalui penjualan sahamnya untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan. Dengan bertambahnya jumlah saham yang beredar, ada kemungkinan kelompok pemegang saham tertentu tidak lagi dapat mengendalikan perusahaan karena jumlah saham yang mereka kuasai menjadi berkurang dari seluruh saham yang beredar. Oleh karena itu dianggap berbahaya bila perusahaan terlalu besar membayar devidennya, sehingga pengendalian perusahaan menjadi berpindah tangan. Perusahaan kadang-kadang hanya menggunakan permodalan internal untuk membiayai perluasan. Hal ini dimaksudkan untuk menghindari pembagian kekuasaan pengendalian. Di samping itu penggunaan hutang akan meningkatkan risiko bagi pemegang saham. Perusahaan yang hanya menggunakan permodalan internal ini akan memperkecil pembagian devidennya.

8. Batasan Kontrak Dagang

Dalam kontrak hutang jangka panjang seringkali dibuat perjanjian yang membatasi kemampuan membayar deviden. Batasan tersebut antara lain, deviden dibayar dari pendapatan setelah perjanjian hutang, deviden dibayar

dengan syarat apabila modal kerja tidak boleh kurang dari jumlah tertentu dan sebagainya

9. *Bonafiditas* Perusahaan

Perusahaan yang bonafiditasnya tinggi, kemampuan mendapatkan laba juga tinggi, pendapatannya stabil cenderung dapat memperoleh modal eksternal yang mudah. Perusahaan semacam ini akan membayar deviden yang tinggi. Sebaliknya perusahaan yang sulit mendapatkan modal eksternal cenderung menahan laba untuk membiayai operasionalnya. Dengan demikian perusahaan semacam ini akan membagikan devidennya dalam proporsi yang lebih kecil.

10. Besarnya Pajak

Besarnya jumlah pajak yang harus dibayar akan mempengaruhi laba bersih setelah pajak, sehingga mengurangi pula kemampuan untuk membayar deviden.

11. Kemampuan Untuk Meminjam

Posisi likuiditas bukanlah satu-satunya cara untuk menunjukkan fleksibilitas dan perlindungan terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, hal ini merupakan fleksibilitas keuangan yang tinggi sehingga kemampuan untuk membayar deviden yang tinggi. Jika perusahaan memerlukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak perlu mengkhawatirkan pengaruh deviden kas terhadap likuiditas perusahaan.

12. Pembatasan-pembatasan Dalam Perjanjian Hutang

Ketentuan perlindungan (*protective covenant*) dalam suatu perjanjian hutang sering mencantumkan pembatasan terhadap pembayaran deviden. Pembatasan ini digunakan oleh para kreditur untuk menjaga kemampuan perusahaan tersebut membayar hutangnya. Biasanya pembatasan ini dinyatakan dalam prosentase maksimum dari laba kumulatif. Apabila pembatasan ini dilakukan, maka manajemen perusahaan dapat menyambut baik pembatasan deviden yang dikenakan para kreditur, karena dengan demikian manajemen tidak harus mempertanggungjawabkan penahanan laba kepada para pemegang saham. Manajemen hanya perlu mentaati pembatasan tersebut.

2.4 Kebijakan Pemberian Deviden

Bentuk utama dari kebijaksanaan deviden adalah :

1. Deviden per saham yang stabil

Perusahaan pada masa tertentu menetapkan suatu jumlah deviden tertentu kemudian dipertahankan. Tidak ada kenaikan deviden kecuali ada kenaikan laba.

2. Deviden per saham meningkat terus

Pembayaran deviden dari suatu perusahaan mengikuti kebijaksanaan tingkat pertumbuhan yang stabil.

3. Ratio pembayaran yang konstan

Pembayaran deviden dihitung berdasarkan prosentase tetap dari laba yang diperoleh untuk setiap periode.

4. Deviden reguler yang rendah ditambah ekstra

Perusahaan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang rendah. Kemudian menambahnya dengan ekstra bila keuntungannya telah mencapai jumlah tertentu.

Dari keempat kebijaksanaan tersebut cara pertama dan kedua mempunyai beberapa kelebihan. Pertama, meningkatkan harga saham, karena deviden yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai risiko yang kecil. Kedua, sifatnya yang reguler akan menarik bagi investor yang memanfaatkan deviden tersebut sebagai sarana konsumen. Ketiga, deviden yang tumbuh secara tetap akan dipandang oleh investor sebagai sesuatu yang berkembang. Bentuk kebijaksanaan yang ketiga adalah kurang menguntungkan. Hal ini karena pendapatan perusahaan umumnya berfluktuasi. Deviden yang berfluktuasi tidak akan menarik bagi investor dan akibatnya nilai perusahaan tidak akan dimaksimumkan. Oleh karena itu kebijaksanaan ini jarang diikuti oleh perusahaan.

2.5 Stabilitas Deviden

Stabilitas deviden adalah pembayaran deviden yang stabil dalam jangka waktu yang lama. Sedangkan kebalikannya adalah pembayaran deviden yang sesuai dengan prosentase tetap dari penghasilan perusahaan. Apabila semua faktor antara 2 perusahaan sama tetapi pembayaran devidennya berbeda, maka harga saham perusahaan yang membayar deviden secara stabil akan lebih tinggi daripada harga saham perusahaan yang membayar deviden tidak stabil

1. Penilaian Stabilitas Deviden

Para investor mungkin mau membayar premi (lebih tinggi) untuk deviden yang stabil karena adanya kandungan informasi dari deviden, keinginan para investor untuk mendapatkan pendapatan sekarang dan adanya pertimbangan hukum

2. Kandungan Informasi

Apabila laba perusahaan turun dan perusahaan tidak mengurangi devidennya, pasar akan lebih percaya terhadap saham perusahaan tersebut daripada saham perusahaan yang mengurangi devidennya. Deviden yang stabil dapat menyampaikan informasi atau pandangan manajemen bahwa di dalam jangka panjang perusahaan akan menjadi lebih baik pada saat laba turun. Jadi, manajemen mampu mempengaruhi harapan para investor melalui kandungan informasi dari deviden.

3. Keinginan Pendapatan Sekarang

Faktor kedua ini akan mendukung deviden stabil. Para investor menghendaki pendapatan periode tertentu dengan deviden stabil daripada devidennya tidak stabil, meskipun kedua perusahaan tersebut mempunyai pola yang sama dari pendapatan dan *dividen payout ratio* jangka panjang.

4. Pertimbangan

Faktor ini adalah tentang aturan hukum dari pemerintah untuk lembaga-lembaganya yang berinvestasi. Pemerintah hanya memperbolehkan lembaga-lembaganya untuk membeli saham yang selalu membayar deviden secara stabil.

2.6 Pembahasan Deviden Saham

2.6.1 Deviden Saham

Deviden saham merupakan tambahan saham biasa kepada pemegang saham. Deviden saham menunjukkan perubahan pembukuan dalam perkiraan ekuitas pemegang saham pada neraca perusahaan. Proporsi kepemilikan pemegang saham dalam perusahaan tetap sama. Akuntansi membedakan deviden saham prosentase besar dan deviden saham prosentase kecil.

1) Deviden Saham Prosentase Kecil

Jika deviden saham menunjukkan peningkatan kurang dari 25% dari saham biasa yang beredar sebelumnya, maka hal ini disebut dengan deviden saham prosentase kecil. Akuntansi untuk jenis deviden saham ini meningkatkan pemindahan dari laba ditahan kepada saham biasa dan tambahan modal disetor.

2) Deviden Saham Prosentase Besar

Deviden saham prosentase besar (biasanya lebih dari atau sama dengan 25% dari total saham beredar sebelumnya) harus diperhitungkan secara berbeda. Jika deviden saham prosentase kecil tidak diharapkan memiliki banyak pengaruh terhadap nilai pasar per lembar saham. Dalam hal deviden saham prosentase besar, oleh karena itu penganut aliran konservatif menyarankan pengelompokkan ulang jumlah, terbatas pada nilai dari saham-saham tambahan, daripada jumlah relatif terhadap nilai pasar saham sebelum pembagian deviden saham.

Baik deviden saham maupun pemecahan saham memiliki pengaruh pemberian isyarat atau informasi. Harga saham cenderung meningkat di sekitar waktu pengumuman adanya deviden atau pemecahan saham, sesuai dengan isyarat positif informasi yang terkandung pasar menganggap deviden atau pemecahan saham sebagai indikasi peningkatan kas dan kemampuan menghasilkan laba perusahaan. Dalam kebalikan pemecahan saham, jumlah saham yang beredar dikurangi dan isyarat kepada pasar biasanya bersifat negatif. Deviden saham merupakan pentransferan surplus yang diperoleh ke rekening modal saham dan pembagian saham ke pemilik saham sesuai dengan bagiannya, dimana :

1. Tidak ada kas yang dibagikan
2. Keduanya mengakibatkan jumlah lembar saham yang beredar semakin banyak.
3. Total modal sendiri tetap tidak berubah
4. Dalam hal-hal yang praktis, tidak ada perbedaan diantaranya *The NYSE* mengakui hal ini dengan mengartikan deviden saham sebagai pembagian saham sampai dengan 25% dari saham perusahaan yang sedang beredar, dan pemecahan saham setiap pembagian saham sebesar 25% atau lebih.

2.6.2 Karakteristik dan Pengaruh Deviden Saham

1. Deviden saham memperbesar rekening modal saham dan memperkecil laba yang ditahan.

2. Deviden saham tidak mengakibatkan perubahan nominal atau nilai yang dinyatakan.

Pengaruh deviden saham:

- 1) Pengaruh terhadap harga pasar saham tergantung kepada perubahan prospektif dalam kemampuan menciptakan penghasilan yang mendasarinya yang tercermin dalam perubahan pembayaran deviden pada tahun berjalan atau yang diumumkan.
- 2) Penyimpanan kas agak tercapai, bagaimanapun juga total jumlah pembayaran deviden akan meningkat apabila tarif deviden efektif naik karena jumlah lembar saham lebih besar.
- 3) Keuntungan pajak menumpuk pada pemegang saham dalam pembayaran pajak keuntungan modal daripada pajak pendapatan atas deviden tunai.
- 4) Jumlah pemegang saham bertambah dengan berkurangnya harga persatuan sampai pada batas perdagangan yang lebih umum.

2.7 Kajian Teoritis dan Hipotesa

2.7.1. Hasil Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian yang dilakukan baik di luar negeri maupun di Indonesia yang melihat apakah ada *informasi content* dari pengumuman pembagian deviden yang menyebabkan terjadinya reaksi pasar. Hasil penelitian Aharony dan Swary (1980), di *New York Stock Exchange* menunjukkan bahwa pengumuman perubahan pendapatan dan deviden memberikan informasi yang berguna yang ditunjukkan oleh perubahan harga saham. Pengumuman perubahan

dividen yang meningkat akan diikuti oleh harga saham yang juga meningkat dan sebaliknya. Jika ada pengumuman perubahan dividen yang menurun akan diikuti oleh penurunan harga saham.

Ansari (1993) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham di pasar modal Indonesia, khususnya di BEJ. Hal ini mungkin berarti bahwa BEJ belum efisien dalam bentuk setengah kuat. Benartzi dkk (1997) meneliti perusahaan yang devidennya naik atau turun pada tahun pengamatan akan mempunyai *unexpected earning* yang positif (neg) pada tahun pertama, kedua dan seterusnya. Kesimpulannya adalah :

1. Dividen mempunyai sinyal adanya kenaikan *earning* yang akan datang.
2. Perusahaan yang akan menaikkan dividen tidak lebih banyak mengalami *earning* daripada perusahaan yang tidak merubah dividen meskipun pertumbuhan sama.

Bandi dan Hartono (1999) menguji pengaruh pengumuman dividen pada reaksi harga dan volume perdagangan. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah:

1. Reaksi harga dan volume perdagangan secara statistik terjadi secara dependen, dan hubungan antara reaksi harga dan volume perdagangan lebih dekat pada dependensi daripada keceratan hubungan keduanya.
2. Pengumuman dividen menghasilkan reaksi volume berbeda dengan reaksi harga.

Prasetiono (2000) meneliti bermakna tidaknya muatan informasi yang terkandung dalam naik turunnya dividen tunai yang dibagikan tahun 1997 untuk diukur rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, khususnya untuk

kelompok deviden naik, kesimpulannya adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman deviden. Aharony dan Swary (1980) menyimpulkan bahwa pengumuman deviden mempengaruhi harga saham, tetapi Ansari (1993), dan Prasetiono (2000) menyimpulkan bahwa pengumuman deviden tidak mempengaruhi harga saham.

Pada umumnya penelitian terdahulu mengenai kandungan informasi atau pengisyaran dari deviden berkesimpulan bahwa perubahan deviden yang tidak terduga ditafsirkan oleh pasar sebagai isyarat prospek masa depan perusahaan. Gejala ini dijelaskan dengan menggunakan teori deviden sebagai isyarat. *Dividend Signalling Theory* yang dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) merupakan salah satu model yang mendasari dugaan bahwa perubahan deviden yang dibayarkan mempunyai kandungan informasi. Model ini menjelaskan bahwa informasi deviden yang digunakan oleh investor sebagai isyarat tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini terjadi karena adanya informasi yang tidak simetris antara manajer dengan investor. Manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap tentang kondisi perusahaan dibandingkan investor, sehingga investor menggunakan kebijakan deviden yang dibayarkan oleh perusahaan sebagai indikator tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Banyak bukti empiris yang menunjukkan bahwa jika ada kenaikan deviden, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Penurunan deviden pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai deviden daripada *capital gains*. Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan deviden di atas

normal merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan mempunyai ekspektasi yang baik di masa mendatang. Sebaliknya menurut *Dividend Signalling Theory* suatu penurunan deviden atau kenaikan deviden yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang.

Modigliani dan Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) juga menyatakan bahwa kebijakan deviden bisa tidak berdampak pada kemakmuran pemegang, dengan asumsi bahwa investor maupun manajemen memiliki informasi yang sama mengenai berbagai kesempatan investasi, sehingga baik investor maupun manajemen memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan dan kebijakan deviden atau kebijakan distribusi pendapatan di masa mendatang. Dalam kenyataannya manajemen cenderung memiliki informasi yang lebih baik mengenai prospek perusahaan dibanding investor, akibatnya investor menilai bahwa *capital gains* lebih beresiko dibanding deviden dalam bentuk kas. Dalam kenyataan sering terjadi bahwa pembayaran deviden akan diikuti dengan kenaikan harga saham dan penurunan deviden diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih menyukai pembayaran deviden daripada *capital gains*. Modigliani dan Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) menyatakan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman perubahan pembayaran deviden tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai deviden dibanding dengan *capital gains* (Brigham,1995). Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti pengumuman perubahan pembayaran

dividen semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman pembayaran dividen.

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan diproses oleh pasar. Menurut Arifin (1993), pengumuman yang paling sering digunakan oleh para manajer untuk menginformasikan prestasi dan prospek perusahaan. Dividen saham serupa dengan pemecahan saham dalam hal kesamaan “membagi ekuitas” menjadi bagian yang lebih kecil “tanpa” mempengaruhi posisi fundamental dari pemegang saham saat ini, baik dalam dividen saham maupun pemecahan saham dimaksudkan untuk mempertahankan harga saham pada suatu tingkat “optimal”.

Pengumuman dividen dianggap memiliki kandungan informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi terhadap pengumuman ini dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atau volume perdagangan sekuritas dari perusahaan yang bersangkutan. Untuk mengukur reaksi dalam bentuk perubahan hanya dapat menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika menggunakan *abnormal return* maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return*, sebaliknya jika tidak mengandung maka tidak akan memberikan *abnormal return* (Jogiyanto, 1998).

Aharony dan Swary (1980) menunjukkan bahwa informasi yang diberikan pada saat pengumuman dividen lebih berarti daripada pengumuman *earning*. Bagi para investor, dividen merupakan hasil yang diperoleh dari saham

yang dimiliki, selain *capital gains* yang didapat apabila harga jual saham lebih tinggi dibanding harga belinya. Deviden tersebut didapat perusahaan sebagai distribusi yang dihasilkan dari operasi perusahaan. Bagi para pemegang saham, baik saham bonus maupun deviden saham tidak ada bedanya, perbedaan terletak dari sisi emiten dimana saham bonus berasal dari kapitalisasi *agio* saham sedangkan deviden, perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan reinvestasi dalam perusahaan. Di satu sisi, laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber pendanaan yang sangat signifikan bagi pertumbuhan perusahaan tetapi di sisi lain deviden merupakan aliran kas (atau *asset*) yang dibagikan pada pemegang saham. Keputusan pembagian deviden merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi deviden-nya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Berhubungan dengan hal tersebut maka masalah yang akan timbul adalah bagaimana deviden perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan ke dalam bentuk deviden namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Berkaitan dengan kebijakan deviden akan terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang paling berbeda kepentingan, yaitu antara pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak perusahaan itu. Besar kecilnya deviden yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan deviden dari masing-masing perusahaan.

Robert Ang (1997) juga mengatakan bahwa deviden tunai (*cash dividend*) merupakan deviden yang akan dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Sedangkan deviden saham (*stock dividend*) merupakan deviden yang akan dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Nilai dari suatu deviden tunai sesuai dengan nilai tunai yang diberikan, sedangkan nilai suatu deviden saham dapat dihitung dengan rumusan sebagai berikut:

$Vd = (Ps / Rd)$; dimana Vd adalah nilai suatu deviden saham per lembar saham (*value of stock divided per share*). Ps merupakan harga wajar deviden saham (*declaration price*), dan Rd adalah rasio deviden saham (*stock dividend ratio*). Harga wajar deviden merupakan harga penutupan yang tersedia sebelum RUPS yang akan memutuskan deviden saham umumnya pada sesi terakhir hari bursa sebelumnya atau sesi terakhir sebelum RUPS.

Banker *et. al* (1993) meneliti bagaimana informasi akuntansi yang telah dipublikasikan sebelumnya, seperti pengeluaran kapital, laba ditahan, dana dari operasi dan sejarah pembagian deviden saham (*dividend history*) dapat menjelaskan respon pasar terhadap pengumuman deviden saham.

1. Informasi Historis Deviden

Pemikiran yang paling mendasar dari penelitian ini adalah bahwa pasar akan bereaksi secara berbeda (nampak dari tanda dan tingkat *abnormal return*) terhadap suatu pengumuman deviden saham, tergantung bagaimana pasar tersebut menafsirkan perusahaan apakah:

- (1) Mempunyai kesempatan untuk tumbuh dan berkembang secara signifikan, atau;

(2) Kekurangan kas atau mengganti deviden tunai dengan deviden saham.

Disebut dalam penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980) serta penelitian dari Dielman dan Oppenheimer (1984) bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghindari atau menurunkan deviden tunai. Hal ini dapat diartikan bahwa pasar menganggap deviden tunai yang menurun sebagai suatu yang buruk. Pasar tidak menafsirkannya sebagai sebuah usaha untuk menghemat kas dan untuk mendanai pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Meskipun penurunan deviden tunai biasanya disertai dengan pemberian deviden saham, tetapi bagaimana disimpulkan oleh Shefrin dan Statman (1984) bahwa investor lebih menyukai deviden tunai, tetap saja dapat diartikan kondisi tersebut sebagai sesuatu yang buruk. Penurunan deviden saham juga dapat dikatakan sebagai sesuatu yang buruk bagi perusahaan yang sebelumnya tidak mengumumkan deviden tunai dalam tingkat yang tetap. Karena hal ini tersebut menunjukkan suatu penarikan kembali (*retraction*) kepercayaan diri tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan dapat dikategorikan baik deviden tunai sebelum pengumuman deviden saham tetap dan sebelumnya perusahaan juga mengumumkan deviden saham dengan tingkat yang tetap atau meningkat. Untuk menegaskan perbedaan-perbedaan penafsiran tersebut pasar akan memakai informasi lain yang dikeluarkan perusahaan sebagai bukti yang memperkuat atau menyangkal perkiraan.

Untuk menegaskan perbedaan-perbedaan penafsiran tersebut digunakan proksi IOS yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. IOS

merupakan kesempatan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva tetap yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa depan yang mempunyai pengaruh terhadap nilai suatu perusahaan. Secara sederhana IOS digambarkan sebagai komponen dari nilai perusahaan yang merupakan hasil pilihan-pilihan investasi di masa yang akan datang. (Julianto, 2003: 70). Penelitian yang dilakukan oleh Julianto (2003) menunjukkan bahwa proksi IOS dapat pula digunakan dalam menilai apakah perusahaan itu dikategorikan perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh. Melalui penelitian tersebut proksi IOS yang digunakan telah dibuktikan mempunyai korelasi yang konsisten dengan penelitian-penelitian terhadap pertumbuhan perusahaan yang telah dilakukan sebelumnya, yaitu korelasi positif yang relatif kuat dan signifikan. Adi Prasetyo (2000) menyatakan bahwa antara perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh mempunyai perbedaan reaksi pasar yang signifikan pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tak tumbuh sehubungan dengan penafsiran tersebut diatas. Model proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi-proksi yang telah diuji validitas dan konsistensinya sebagai proksi pertumbuhan (Agustina, 2001), yaitu :

1. *Market to Book Value Equity*
2. *Market to Book Value Of Asset Ratio*
3. *Earning to Price Ratio*
4. *Ratio Of Capital Expenditure To Book Value Of Asset*

Proksi-proksi tersebut diatas secara konsisten dibuktikan dalam berbagai penelitian mempunyai korelasi yang signifikan dengan realisasi pertumbuhan. Maka secara langsung dapat dikatakan bahwa proksi tersebut mengandung informasi mengenai sinyalemen pasar. Sejalan dengan kesempatan bertumbuh perusahaan yang tinggi kesempatan investasi akan dicerminkan dengan harga saham yang terus menaik dan menghasilkan *return saham*.

Berdasarkan latar belakang diatas kemudian dirumuskan dalam suatu hipotesis berikut ini :

H_{a1} : Variabel informasi historis deviden berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham.

2. Ukuran Distribusi Saham (DSIZE)

Penelitian dari Leland dan Pyle (1977), serta penelitian dari Kalay (1980) menunjukkan bahwa atau tingkat ukuran distribusi deviden tunai mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan yang sesungguhnya. Jika kesimpulan yang didasarkan pada deviden tunai saham juga diperkirakan mempengaruhi *abnormal return* secara positif. Grinblatt *et. al* (1984) menggunakan ukuran distribusi saham sebagai variabel dalam pengujian terhadap *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman dan menemukan hubungan yang positif dengan deviden saham, meskipun secara statistik tidak signifikan. Penelitian dari deviden saham Woolridge (1983) dan Mc Nichols dan Dravid (1990) juga menemukan hubungan yang positif antara pertambahan *abnormal return* rata-rata dan ukuran distribusi saham.

Berdasarkan latar belakang diatas kemudian dirumuskan dalam suatu hipotesis berikut ini :

H_{a2} : Variabel DSIZE berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham.

3. Dana dari Operasi (AFO)

Beberapa penelitian mengenai deviden saham dan split saham, misalnya oleh Bar Yosef dan Brown (1977) memperlakukan pendapatan dalam periode setelah pengumuman sebagai pengujian apakah perusahaan yang mengumumkan saham deviden telah diperlakukan sama sebagai perusahaan yang tidak mengumumkan. Dalam penelitian Banker, *et. al* (1993) juga diteliti aliran dana untuk mengamati bagaimana pelaku pasar menggunakan informasi yang diperoleh sebelumnya untuk menanggapi adanya pengumuman deviden saham. Penelitian tersebut mengajukan hipotesa bahwa berdasarkan kondisi perusahaan menurut sejarah devidennya, akan dapat pertambahan nilai sehubungan informasi pendapatan atau aliran dana dari operasi perusahaan yang merupakan reaksi investor terhadap pengumuman deviden saham. Meskipun informasi pendapatan (dan aliran dana) terpaku dalam nilai yang berlaku sebelum pengumuman deviden saham, informasi tersebut menjadi salah satu faktor yang membentuk pertimbangan investor.

Akan tetapi informasi yang berasal satu tahun sebelumnya mungkin menimbulkan pertanyaan mengenai adanya *random shocks*, sehingga dalam penelitian ini menggunakan rata-rata dana dari operasi selama dua tahun sebelum pengumuman deviden saham. Dalam penelitian ini diamati pelaku

pasar dalam menggunakan informasi pada aliran dana untuk memberi respon terhadap pengumuman deviden saham. Rata-rata dana dari operasi menggunakan variabel ROI dan ROE. ROI merupakan suatu tingkat pengembalian investasi apabila tingkat pengembalian investasi tersebut tinggi maka diasumsikan bahwa perusahaan tersebut dalam keadaan baik dan juga harga saham dalam keadaan tinggi sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan investasinya dengan harapan para investor tersebut nantinya dapat menghasilkan tingkat keuntungan yang tinggi pula Mamduh. M Hanafi dan Abdul Halim (1996,75), begitu pula dengan ROE dimana ROE adalah suatu ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian (%) dari saham sendiri yang ditanamkan. Menurut Mamduh. M Hanafi dan Abdul Halim (1996,75). ROE adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan yang menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu dan rasio ini merupakan profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. ROE yang semakin tinggi menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi kepada pemegang saham semakin besar, sebaliknya nilai ROE yang semakin rendah menunjukkan bahwa tingkat pengembalian kepada investasi kepada pemegang saham semakin kecil. Perusahaan yang memiliki ROE yang tinggi dinilai memiliki kinerja yang baik demikian pula sebaliknya. Namun investor dalam menilai suatu perusahaan tentunya tidak hanya melihat imbal hasil (*return atau yield*) yang dihasilkan tetapi juga resiko yang dihadapi

Berdasarkan latar belakang diatas kemudian dirumuskan dalam suatu hipotesis berikut ini :

H_{a3} : Variabel AFO berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham.

4. Perubahan Deviden Saham

Penelitian mengenai kandungan informasi deviden yang telah dilakukan terdahulu memberikan hasil yang berlainan tetapi pada umumnya hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa deviden mengandung informasi, artinya pengumuman perubahan deviden yang dibayarkan menyebabkan adanya reaksi harga saham dengan kata lain *abnormal return* yang diberikan di sekitar hari pengumuman deviden signifikan. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980). Kenaikan deviden yang dibayarkan lebih tinggi dari yang diperkirakan merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan laba di masa yang akan datang meningkat, hal ini akan menimbulkan reaksi yang positif sehingga harga saham naik. Sebaliknya penurunan deviden atau kenaikan deviden yang lebih kecil dari yang diperkirakan merupakan suatu isyarat bahwa manajemen meramalkan laba di masa yang akan datang rendah, hal ini akan menyebabkan reaksi negatif sehingga harga saham turun. Perubahan harga saham setelah pembagian deviden menunjukkan bahwa deviden mengandung informasi atau pengisyaratan yang penting dalam pengumuman deviden tersebut (Brigham dan Houston, 1998).

Berdasarkan latar belakang diatas kemudian dirumuskan dalam suatu hipotesis berikut ini :

H_{a4} : Variabel perubahan deviden saham berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham.

5. Harga saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan secara keseluruhan yang jika diakumulasikan akan menghasilkan angka positif yang menandakan nilai saham yang terus meningkat dari waktu ke waktu, begitu pula sebaliknya. Kemampuan perusahaan dalam mengelola dana investasi di masa yang akan datang mempunyai pengaruh terhadap pencapaian *return saham*.

Berdasarkan latar belakang diatas kemudian dirumuskan dalam suatu hipotesis berikut ini :

H_{a5} : Variabel informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi dan perubahan deviden saham mempunyai pengaruh simultan pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 1997-2000. Populasi ini diambil pada periode krisis ekonomi, karena penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui reaksi pasar saat terjadinya pengumuman *stock dividend* pada periode krisis ekonomi. Dari jumlah tersebut didapat perusahaan-perusahaan yang mengumumkan pembayaran *stock dividend*.

Sedangkan sampel yang dipilih dilakukan metode *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEJ sejak tahun 1997-2000
2. Perusahaan yang mengumumkan pembayaran *stock dividend* untuk periode tahun 1997-2000
3. Saham perusahaan yang selalu terdaftar pada 1 Januari 1997 - 31 Desember 2000

3.2. Sumber Data dan Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini digunakan data sekunder, yang terdiri dari:

1. Data akuntansi keuangan berupa laporan keuangan perusahaan, jumlah saham beredar, tanggal publikasi pengumuman pembayaran *stock dividend*, harga penutupan (*closing price*), catatan laporan keuangan.

2. Return pasar dan *abnormal return* perusahaan harian di BEJ yang didapat dari database pojok BEJ FE UII. Laporan keuangan adalah laporan tahunan periode tahun 1997 sampai dengan 2000. Penelitian sampel keuangan pada tahun tersebut dengan dasar bahwa proksi model IOS yang dipilih merupakan proksi penjelasa perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, jumlah perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah 16 perusahaan. Perusahaan yang digunakan sebagai sampel tersebut adalah:

Pada tahun 1997 adalah:

1. PT. Summarecon Agung, Tbk
2. PT. Asuransi Dayin Mitra
3. PT. Mas Murni Indonesia
4. PT. Bank Tamara

Pada tahun 1998 adalah:

5. PT. Daya Guna Samudera, Tbk
6. PT. Bank Tamara
7. PT. Toko Gunung Agung, Tbk
8. PT. Zebra Nusantara, Tbk
9. PT. Bank NISP, Tbk
10. PT. Metrodata Electronics, Tbk
11. PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk
12. PT. Bank Duta, Tbk

13. PT. Modernland Realty, Tbk

Pada tahun 1999 adalah:

14. PT. Ekadharna Tape, Tbk

15. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk

Pada tahun 2000 adalah:

16. PT. Trias Sentosa, Tbk

3.3. Definisi dan Pengukuran Variabel

Pada penelitian ini akan menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel Independen atau variabel bebas pada penelitian ini adalah informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana operasi. Sedangkan variabel independen atau variabel tidak bebas yaitu CAR (*Cummulative Abnormal Return*), dan variabel kontrol dari penelitian ini adalah penelitian ini adalah perubahan deviden saham.

3.3.1. Variabel Independen

1. Informasi Historis Deviden

Pemikiran yang paling mendasar dari penelitian adalah bahwa pasar bereaksi secara berbeda (nampak dari tanda dan tingkat abnormal return) terhadap sesuatu pengumuman deviden saham, tergantung bagaimana pasar tersebut menafsirkan perusahaan apakah:

- 1) Mempunyai kesempatan untuk tumbuh dan berkembang secara signifikan atau,

2) Kekurangan kas dan mengganti deviden tunai dengan deviden saham

Untuk menegaskan perbedaan-perbedaan penafsiran tersebut pasar akan memakai informasi lain yang dikeluarkan perusahaan sebagai bukti yang memperkuat atau menyangkal perkiraan. Untuk menegaskan perbedaan-perbedaan penafsiran tersebut digunakan proksi IOS yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Model proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi-proksi yang telah diuji validitas dan konsistensinya sebagai proksi pertumbuhan (Agustina, 2001).

Rasio proksi yang digunakan adalah:

1. *Market to Book of Equity Ratio* (MVE/BVE)

$$= \frac{(\text{Jumlah saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham})}{\text{Total ekuitas}}$$

2. *Market to Book Assets Ratio* (MVA/BVA)

$$= \frac{\{(\text{Aset} - \text{Total ekuitas}) + (\text{Lembar saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham})\}}{\text{Total aset}}$$

3. *Capital Experiture to Market Value of Asset* (CAR/MVA)

$$= \frac{(\text{Total buku aktiva tetap } t - \text{Nilai buku aktiva tetap } t - 1)}{(\text{Aset} - \text{Total ekuitas} + \text{Lembar saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham})}$$

4. *Price for Earning* (P/E)

$$= \frac{(\text{Harga penutupan saham per lembar})}{(\text{Laba bersih per saham})}$$

2. Ukuran Distribusi Saham (DSIZE)

Variabel ini menguji tentang teori tekanan terhadap harga saham. Jika kebutuhan akan harga saham menurun maka harga saham juga akan turun. *Size* diukur dengan perkalian antara saham yang dijual pada saat itu dengan harga pasarnya.

$$\text{Market value} = \ln (\text{Share} \times \text{Price})$$

Dimana:

Mv = Kapitalisasi pasar pada 5 hari sebelum pengumuman *stock dividend* dalam bentuk logaritme natural

Share = Jumlah lembar saham pada 5 hari sebelum pengumuman *stock dividend*

Price = Harga saham pada 5 hari sebelum pengumuman *stock dividend*

3. Rata-rata Dana dari Operasi (AFO)

Dalam penelitian Banker, et.al (1993) mengajukan hipotesa bahwa berdasarkan kondisi perusahaan menurut sejarahnya akan terdapat pertumbuhan nilai sehubungan informasi pendapatan atau aliran dana dari operasi perusahaan yang merupakan reaksi investor terhadap pengumuman deviden saham. Dalam penelitian ini

menggunakan rasio-rasio profitabilitas untuk mengamati pelaku pasar dalam menggunakan informasi pada aliran dana untuk memberi respon terhadap pengumuman deviden saham.

Adapun rasio-rasio profitabilitas yang dipakai adalah:

$$a. \text{ ROI} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Investasi}}$$

$$b. \text{ ROE} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

4. Perubahan Dividen Saham

Perubahan dividen saham menggunakan *dummy* untuk mengetahui adanya kenaikan atau penurunan serta untuk mengetahui prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Perubahan dividen saham diketahui dengan menghitung apakah ada kenaikan antara t-5 dengan t-1. Apabila terdapat kenaikan maka diberi nilai 1 dan apabila terdapat penurunan diberi nilai 0.

3.3.2. Variabel Dependen

Return saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah CAR (*Cummulative Abnormal Return*). CAR merupakan akumulasi *abnormal return* dalam periode jendela untuk masing-masing saham. *Abnormal return* adalah selisih antara return realisasi masing-masing saham dengan

return ekspektasian masing-masing saham. Penelitian ini menggunakan periode jendela 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal peristiwa.

Maka rumus yang digunakan adalah:

1. Menghitung saham selama periode pengamatan dengan rumus:

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

Dimana: R_{it} = *Actual return* saham ke I pada waktu t

$P_{i, t}$ = Harga saham pada waktu t

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

2. Menghitung tingkat pasar (*markets return*) harian selama periode pengamatan dengan rumus:

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

Dimana: R_{mt} = *Return market* saham pada waktu t

$IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan pada waktu t

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

3. Menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) harian selama periode pengamatan, dengan rumus:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$$

Dimana: $E(R_{it})$ = *Expected return* saham I pada waktu t

α = Keuntungan bebas resiko pada waktu t

β = Resiko sistematika pada waktu t

4. Menghitung *abnormal return* (tingkat keuntungan tidak normal) yaitu merupakan selisih antara *actual* dan *expected return* harian masing-masing saham dengan menggunakan metode *mean adjusted return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$$A R_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

5. Menghitung CAR seluruh sampel perusahaan untuk hari ke t selama periode pengamatan dengan rumus:

$$CAR = \sum_{i=t}^n A R_{i,t}$$

3.4. Metode Analisis Data

Untuk menjawab permasalahan dan pengujian hipotesis yang terdapat dalam penelitian ini maka perlu dilakukan analisis data dengan menggunakan metode statistik. Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Analysis Linier Regression* melalui program statistik komputer SPSS 12.0. Analisis regresi digunakan untuk melihat seberapa jauh variabel independen mempengaruhi variabel dependen dan karena dalam penelitian ini menggunakan beberapa variabel independen maka perlu diketahui seberapa besar variabel independen tersebut mempengaruhi variabel dependen secara menyeluruh dan parsial.

Nilai proksi IOS yang digunakan untuk dasar penentuan klasifikasi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh menggunakan analisis faktor (*common factor analysis*). Setelah dapat ditentukan klasifikasi perusahaan

bertumbuh dan tidak bertumbuh, nilai dari setiap rasio tersebut disederhanakan untuk mendapatkan 1 angka yang mendeskripsikan nilai IOS gabungan dari beberapa rasio proksi IOS yang kemudian dapat digunakan sebagai salah satu pembentuk variabel independen.

Mengingat bahwa informasi historis deviden dalam hal ini adalah klasifikasi perusahaan, ukuran distribusi saham (*DSIZE*), rata-rata dana dari operasi dan perubahan deviden saham merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *Abnormal Return* (CAR), maka dapat disusun persamaan regresi berikut:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + e \dots$$

Dimana:

CAR_i = *Cummulative Abnormal Return* selama 5 hari pada periode pengumuman deviden saham pada perusahaan i

β_1 = Informasi historis deviden dan menggunakan klasifikasi perusahaan berdasarkan proksi IOS

β_2 = Ukuran distribusi saham (*DSIZE*) berupa kapitalisasi pasar pada 5 hari sebelum pengumuman deviden saham dalam bentuk logaritma natural

β_3 = Rata-rata dana dari operasi menggunakan rasio-rasio profitabilitas yang berupa ROI dan ROE

β_4 = *Dummy* perubahan deviden saham, apabila ada kenaikan diberi nilai 1, apabila ada penurunan diberi nilai 0

e = *Residual Error*

Terhadap persamaan tersebut selanjutnya akan dilakukan pengujian regresi parsial dan regresi berganda, yang dimaksudkan untuk menguji hipotesis. Regresi parsial dimaksudkan untuk mengukur pengaruh individual suatu variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengujian pengaruh parsial dilakukan untuk melalui uji-t regresi sederhana terhadap hipotesis 1 - 4.

Sementara itu, dalam rangka menguji pengaruh simultan beberapa variabel bebas terhadap suatu variabel terikat akan digunakan regresi berganda. Pengujian ini dilakukan menggunakan uji F berganda terhadap hipotesis 5.

3.5. Prosedur Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis maka perlu disusun tata cara pengujian agar dapat diambil kesimpulan yang sistematis. Adapun prosedur pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Uji Signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y), baik secara bersama-sama maupun secara parsial
 - a. Uji t

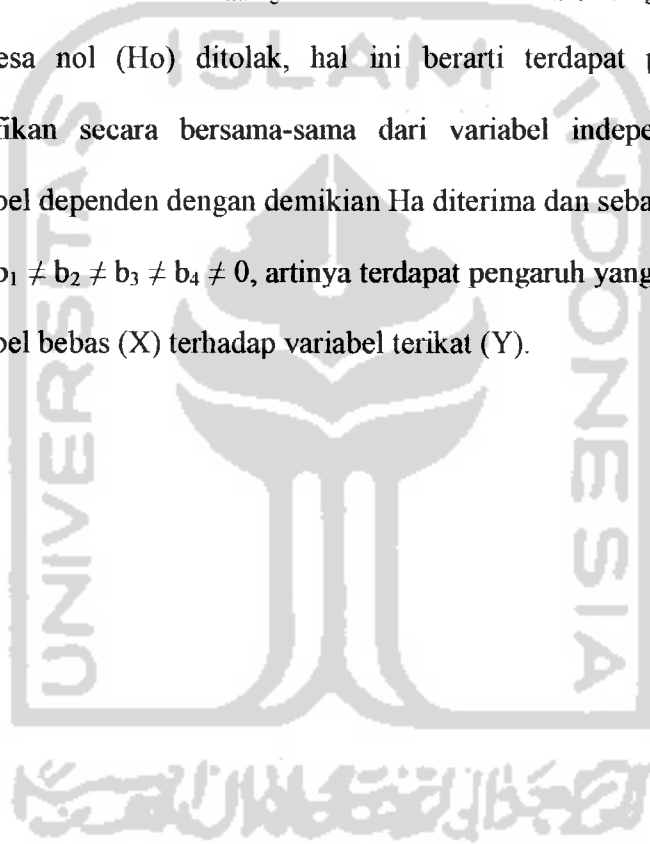
Uji t untuk menguji apakah koefisien regresi dari masing-masing variabel bebas benar-benar secara nyata besarnya tidak sama dengan nol. Suatu variabel dikatakan signifikan apabila nilai signifikansinya kurang dari 0,05 ($p < 0,05$), dengan kriteria uji:

$H_a : b_1 \neq 0$, artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y).

b. Uji F

Uji F ini untuk menguji apakah secara keseluruhan model regresi yang didapat ternyata benar-benar dapat menerangkan variasi dari variabel terikat. Jika F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} ($F_{hitung} > F_{tabel}$) maka hipotesa nol (H_0) ditolak, hal ini berarti terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen terhadap variabel dependen dengan demikian H_a diterima dan sebaliknya.

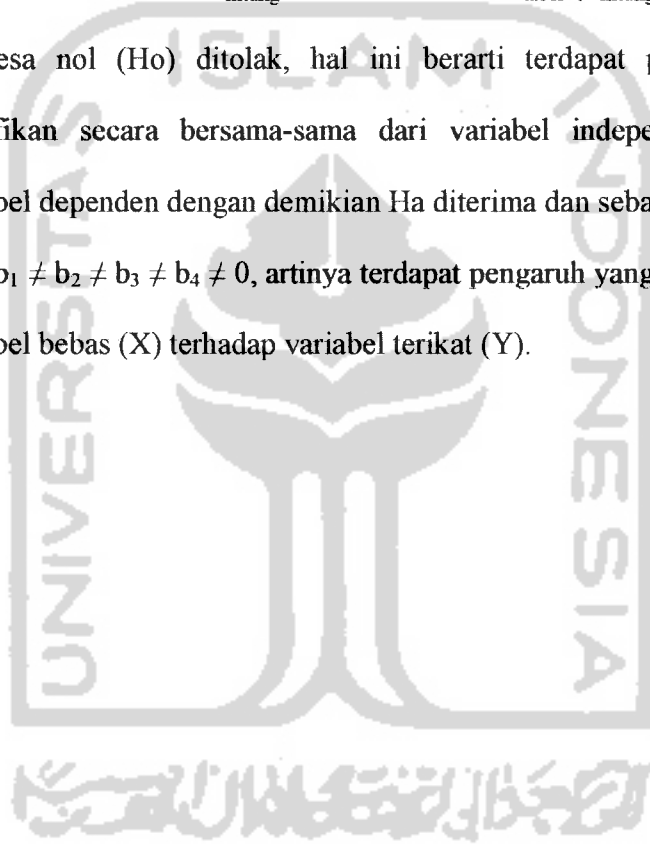
$H_a : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq 0$, artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y).



b. Uji F

Uji F ini untuk menguji apakah secara keseluruhan model regresi yang didapat ternyata benar-benar dapat menerangkan variasi dari variabel terikat. Jika F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} ($F_{hitung} > F_{tabel}$) maka hipotesa nol (H_0) ditolak, hal ini berarti terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen terhadap variabel dependen dengan demikian H_a diterima dan sebaliknya.

$H_a : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq 0$, artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y).



BAB IV

ANALISIS DATA

Dalam bab ini menjelaskan proses penganalisaan data. Tahap-tahap yang dilakukan meliputi : menghitung rasio proksi IOS dan mengklasifikasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menggunakan *factor analysis* menghitung ukuran distribusi saham (DSIZE) dengan menggunakan *market value*, menghitung rata-rata dana dari operasi (AFO), menghitung perubahan deviden saham, menghitung *abnormal return (CAR)*, menggunakan regresi untuk mengetahui adanya pengaruh antara CAR dengan informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi dan perubahan deviden saham dalam mengukur reaksi pasar saat pengumuman deviden saham.

4.1. Menghitung Informasi Historis Deviden

Adapun rumus perhitungan yang digunakan untuk menghitung informasi historis deviden adalah dengan menggunakan rasio proksi IOS adalah sebagai berikut :

1) *Market to Book of Equity Ratio (MVE / BVE)*

$$= \frac{\text{(Jumlah Saham beredar x harga penutupan saham)}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Contoh : Pada tahun 1997 PT SMRA

$$= \frac{(3.637.920.000 \times 16.325)}{150.561.000}$$
$$= 394.451.710,6$$

2) *Market to Book Assets Ratio (MVA / BVA)*

$$= \frac{\{(aset - total\ ekuitas + (lembar\ saham\ beredar \times harga\ penutupan\ saham)\}}{Total\ Aset}$$

Contoh : Pada tahun 1998 PT DGSA =

$$\frac{\{(4.034.006.000 - 1.051.515.000 + (4.647.499.109 \times 101.225)\}}{4.034.006.000}$$
$$= 447.395.517,2$$

3) *Capital Expenditure to Market Value of Asset (CAP / MVA)*

$$= \frac{(Total\ Buku\ Aktiva\ tetap_t - Nilai\ Buku\ Aktiva\ tetap_{t-1})}{(Aset - total\ ekuitas + lembar\ saham\ beredar \times harga\ penutupan\ saham)}$$

Contoh : Pada tahun 1999 PT EKAD

$$= \frac{(54.262.000.000 - 474.000.000)}{(54.736.000 - 41.691.000 + 122.984.400.000 \times 30.950)}$$
$$= 0.0140828$$

4) *Price for Earning (P / E)*

$$= \frac{(Harga\ penutupan\ saham\ per\ lembar)}{(Laba\ bersih\ per\ saham)}$$

Contoh : Pada tahun 2000 PT TRST

$$= \frac{(12.675)}{(-374.000.000)}$$
$$= -33.890.374.330.$$

Dari hasil perhitungan tersebut nanti akan diperoleh klasifikasi perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh kemudian dianalisis dengan menggunakan faktor analisis. Untuk lebih jelasnya perhitungan rasio proksi IOS dapat dilihat pada lampiran I.

4.2. Menghitung Ukuran Distribusi Saham (DSIZE)

Adapun rumus perhitungan yang digunakan untuk menghitung *market value* adalah sebagai berikut :

$$\text{Market Value} = \text{Ln} (\text{Share} \times \text{Price})$$

Dimana :

Mv : Kapitalisasi pasar pada 5 hari sebelum pengumuman *stock dividend* dalam bentuk logaritme natural.

Share : Jumlah lembar saham pada 5 hari sebelum pengumuman *stock dividend*

Price : Harga saham pada 5 hari sebelum pengumuman *stock dividend*

Contoh : Pada tahun 1997 PT TMBN

$$= \text{Ln} (1.254.330.000 \times 6025)$$

$$= 29.653401608$$

Untuk lebih lengkapnya, hasil perhitungan *Market Value* pada masing-masing perusahaan dapat dilihat pada lampiran II.

4.3. Menghitung Rata-Rata Dana Dari Operasi (AFO)

Adapun rumus yang dipakai untuk menghitung rata-rata dana dari operasi adalah dengan menggunakan ROI dan ROE, dimana rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$1. ROI = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Contoh : Pada tahun 1999 PT. EKAD

$$= \frac{12.396.000}{54.736.000}$$
$$= 22,650$$

$$2. ROE = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Contoh : Pada tahun 2000 PT TRST

$$= \frac{-161.465.000}{101.665.000}$$
$$= 158,820$$

Untuk lebih lengkapnya, hasil perhitungan Rata-rata dana dari operasi pada masing-masing perusahaan dapat dilihat pada lampiran III.

4.4. Menghitung Perubahan Deviden Saham

Perubahan deviden saham menggunakan variabel *dummy* untuk mengetahui adanya kenaikan atau penurunan pembagian deviden saham. Apabila ada kenaikan antara deviden saham T-5 dengan deviden saham T-1. Jika ada

kenaikan maka diberi nilai 1 dan jika terdapat penurunan maka diberi nilai 0. Untuk lebih jelasnya perhitungan nilai perubahan deviden saham dapat dilihat pada lampiran IV.

Contoh : Pada Tahun 1997 PT. SMRA nilai deviden saham pada t-5 sebesar 0,64 kemudian pada t-1 sebesar 0,2 jadi :

$0,64 - 0,2 = 0,44$, sehingga dari hasil ini berarti pada t-5 ada penurunan jumlah deviden saham.

4.5 Menghitung *Cummulative Abnormal Return* (CAR)

Perhitungan *abnormal return* menggunakan periode jendela T-5 sampai dengan T+5 ini dimaksudkan untuk mengetahui adanya informasi pada daerah sekitar tanggal peristiwa. Adapun rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

- a) Menghitung saham selama periode pengamatan dengan rumus :

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

Dimana : R_{it} : *Actual return* saham ke I pada waktu t

$P_{i,t}$: Harga saham pada waktu t

$P_{i,t-1}$: Harga saham pada waktu t-1

Tabel 1

Hasil Perhitungan Saham Pada Periode Pengamatan Untuk Masing-Masing
Perusahaan :

	ASDM	SMRA	MAMI	TMBN
-5	0.2609	0.14	0.7143	0.3261
-4	0.2609	0.1836	0.7143	0.22
-3	0.2609	0.1836	0.75	0.22
-2	0.2609	0.2128	0.75	0.22
-1	0.2609	0.1875	0.7778	0.22
0	0.1304	0.234	0.5714	0.22
1	0.1358	0.3829	0.6428	0.22
2	0.1358	0.3478	0.6667	0.2079
3	0.1358	0.3636	0.6667	0.1845
4	0.1358	0.4186	0.6428	0.173
5	0.1358	0.4523	0.5714	0.1619

b) Menghitung tingkat pasar (*markets return*) harian selama periode pengamatan dengan rumus:

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

Dimana : R_{mt} : *Return market* saham pada waktu t

IHSGt : Indeks harga saham gabungan pada waktu t

IHSGt-1 : Indeks harga saham gabungan pada waktu t-1

Tabel 2

Hasil Perhitungan Tingkat Pasar Harian Selama Periode Pengamatan
Untuk Masing-Masing Perusahaan :

	ASDM	SMRA	MAMI	TMBN
-5	0.2249	0.2326	0.2083	0.2195
-4	0.2321	0.2326	0.2148	0.1967
-3	0.2188	0.2195	0.2265	0.2107
-2	0.2253	0.1967	0.2195	0.2107
-1	0.2007	0.2107	0.2326	0.2269
0	0.1602	0.2284	0.2195	0.2284
1	0.0995	0.2269	0.1967	0.238
2	0.0995	0.2284	0.2108	0.2514
3	0.0992	0.238	0.2195	0.2284
4	0.1122	0.2514	0.2269	0.291
5	0.0553	0.2514	0.2284	0.2839

- c) Menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) harian selama periode pengamatan, dengan rumus:

$$E.(R_{it}) = \alpha + \beta R_{m,t}$$

Dimana : E(Rit) : *Expected return* saham I pada waktu t

α : Keuntungan bebas resiko pada waktu

β : Resiko sistematika pada waktu t

Tabel 3

Hasil Perhitungan Tingkat Keuntungan Yang Diharapkan (*Expected Return*)

Harian Selama Periode Pengamatan :

	ASDM	SMRA	MAMI	TMBN
-5	0.279	0.293	0.6253	0.1994
-4	0.2878	0.293	0.6435	0.1784
-3	0.2715	0.2769	0.6762	0.1913
-2	0.2795	0.2487	0.6567	0.1913
-1	0.2494	0.266	0.6933	0.2062
0	0.1998	0.2879	0.6567	0.2075
1	0.1255	0.286	0.5929	0.2164
2	0.1255	0.2878	0.6323	0.2287
3	0.1252	0.2997	0.6567	0.2075
4	0.141	0.3162	0.6773	0.265
5	0.0715	0.3162	0.6815	0.2585

- d) Menghitung *abnormal return* (tingkat keuntungan tidak normal) yaitu merupakan selisih antara *actual* dan *expected return* harian masing-masing saham dengan menggunakan metode *mean adjusted return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Tabel 4

Hasil Perhitungan *Abnormal Return* Selama Periode Pengamatan Untuk Masing-Masing Perusahaan :

	ASDM	SMRA	MAMI	TMBN
-5	-0.0182	-0.279	0.089	0.1267
-4	-0.0269	-0.1094	0.0708	0.0416
-3	-0.0106	-0.0933	0.0738	0.0287
-2	-0.0186	-0.0359	0.0933	0.0287
-1	0.0115	-0.008	0.0845	0.0138
0	-0.0694	-0.0539	-0.0853	0.0125
1	0.0103	0.0969	0.0499	0.0036
2	0.0103	0.06	0.0342	-0.0208
3	0.0106	0.0639	0.01	-0.023
4	-0.0052	0.1024	-0.0345	-0.092
5	0.0643	0.136	-0.1101	-0.0966

- e) Menghitung CAR seluruh sampel perusahaan untuk hari ke t selama periode pengamatan dengan rumus:

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

Tabel 5

Perhitungan CAR Untuk Seluruh Sampel Perusahaan Selama Periode Pengamatan :

1997	CAR
ASDM	-0.0576
SMRA	-0.1202
MAMI	0.2707
TMBN	0.0232
1998	
DGSA	-1.0734
TMBN	0.0487
TKGA	0.2107
ZBRA	-1.2241
NISP	-0.1641
MTDL	-1.1279
DPNS	-1.421
BDTA	0.142
MDLN	-1.2722
1999	
EKAD	-0.4502
DPNS	-2.5066
2000	
TRST	-0.0586

Adapun hasil perhitungan tersebut dapat dilihat pada lampiran .

4.6. Pengaruh Informasi Historis Deviden, DSIZE, AFO, dan Perubahan Deviden Saham dengan *Cummulative Abnormal Return*.

Untuk mengetahui apakah informasi historis deviden yang dihitung dengan menggunakan proksi IOS, DSIZE, AFO berpengaruh atau tidak dengan *abnormal return* apabila dikontrol dengan perubahan deviden saham. Untuk itu dilakukan pengujian regresi parsial dan regresi berganda dimaksudkan untuk menguji hipotesis. Regresi parsial dimaksudkan untuk mengukur pengaruh

individual suatu variabel bebas terhadap variabel terikat. Sementara itu, dalam rangka menguji pengaruh simultan beberapa variabel bebas terhadap suatu variabel terikat akan digunakan regresi berganda. Variabel dependen (X) adalah *Cummulative Abnormal Return (CAR)* dan variabel independen (Y) adalah informasi historis deviden, DSIZE, AFO dan variabel kontrol adalah perubahan deviden saham. Maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut :

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + e...$$

Tabel 4.6
Hasil Uji Regresi

Deskripsi	Koefisien Regresi	Standar Error	T	Sig	Keterangan
Informasi Historis Deviden	0.0000000001178	0.000	0.211	0.837	H _{a1} ditolak
Ukuran Distribusi Saham	-0.002	0.024	-0.086	0.933	H _{a2} ditolak
Rata-Rata Dana dari Operasi					
ROI	0.00004935	0.000	0.157	0.878	H _{a3} ditolak
ROE	-0.000001677	0.000	-0.252	0.806	H _{a4} ditolak
Perubahan Deviden Saham	-0.108	0.131	0.824	0.429	H _{a5} ditolak
R	0.301				
R Square	0.091				
F Hitung	0.200				
Sig F	0.955				

4.7. Ringkasan dan Pembahasan Hasil Hipotesis

Dari hasil analisis perhitungan diatas secara parsial melalui uji t informasi historis deviden tidak signifikan, DSIZE tidak signifikan, AFO tidak signifikan, *dummy* perubahan deviden saham tidak signifikan. Sedangkan di uji secara simultan melalui uji f semua variabel tidak signifikan Dimana suatu variabel dapat dikatakan signifikan apabila nilai signifikansinya kurang dari 5%.

Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen tidak mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen walaupun sudah terdapat variabel pengontrol yaitu perubahan deviden saham.

Pertama, bahwa perusahaan bertumbuh maupun perusahaan tidak bertumbuh tidak mempunyai pengaruh yang signifikan pada tingkat *abnormal return* pada periode pengumuman deviden saham. Pengujian terhadap data-data yang ada menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh berkaitan dengan *abnormal return* pada saat pengumuman deviden saham walaupun terdapat kenaikan dan penurunan deviden saham. Hasil ini tidak terbukti karena dari hasil regresi menunjukkan besarnya signifikansi t (sig t) sebesar 0,837, dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansinya yang digunakan (0,05). Hasil ini didapat dari gabungan proksi-proksi IOS yang digunakan untuk menggambarkan variabel informasi historis deviden, dimana proksi-proksi IOS tersebut adalah *MVE/BVE*, *MVA/BVA*, *P/E* dan *CAP/MVA* dan dari hasil tersebut kemudian digunakan *factor analysis* untuk mengkategorikan

perusahaan tersebut tumbuh atau tidak tumbuh. Dari hasil *factor analysis* terlihat bahwa yang dapat mewakili informasi historis deviden adalah proksi *MVE/BE*.

Tabel 4.7

Hasil *Factor Analysis*

<i>Initial Eigenvalues</i>			
<i>Component</i>	<i>Total</i>	<i>% of Variance</i>	<i>Cummulative %</i>
1	1.643	41.084	41.084
2	0.992	24.792	65.876
3	0.777	19.430	85.305
4	0.588	14.695	100.000

Dari hasil faktor analisis ini terlihat bahwa proksi *MVE/BVE* hasilnya sebesar 1,643 itu berarti hasil ini mendekati kriteria *eigenvalue* yaitu sama dengan 1 atau lebih dari 1 (Hair et.al, 1995). Kemudian dari hasil ini diregresi untuk menentukan tingkat signifikansinya dan dari hasil regresi ternyata hasilnya jauh lebih besar dari tingkat signifikansinya yang berarti variabel informasi historis tidak mempunyai pengaruh pada tingkat *abnormal return* pada saat pengumuman deviden saham

Hasil ini mengindikasikan bahwa informasi historis deviden tidak diperhitungkan oleh manajemen dalam pembagian besarnya deviden saham, sehingga para pemegang saham tidak terlalu penting untuk mempertimbangkan variabel

informasi historis deviden ketika pemegang saham tersebut mengharapkan besarnya deviden saham yang akan dibayarkan oleh perusahaan.

Kedua, tidak ditemukan bukti bahwa ukuran distribusi saham mempengaruhi tingkat *abnormal return* pada periode pengumuman. Hasil analisa data memperlihatkan bahwa ukuran deviden saham tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian dari Leland dan Pyle (1977), serta Kalay (1980) menunjukkan bahwa tingkat/ukuran distribusi deviden tunai mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan yang sesungguhnya. Jika kesimpulan yang didasarkan pada deviden tunai ini diperluas menyangkut deviden saham, maka tingkat distribusi deviden saham juga diperkirakan mempengaruhi *abnormal return* secara positif. Tetapi penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Grinblatt et al (1984) yang menggunakan ukuran distribusi saham sebagai variabel dalam pengujian terhadap *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dan menemukan hubungan yang positif dengan deviden saham, meskipun secara statistik tidak signifikan. Dari hasil regresi menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi t (sig t) sebesar 0,933 dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansinya yang digunakan (0,05). Dari hasil ini berarti ukuran besarnya deviden saham tidak mempunyai pengaruh pada tingkat *abnormal return* pada saat pengumuman deviden saham, sehingga variabel ukuran distribusi deviden saham ini tidak diperhitungkan oleh manajemen karena manajemen menganggap informasi besarnya deviden saham ini tidak terlalu penting pada saat pemegang

saham mengharapkan besarnya deviden saham yang akan dibayarkan oleh perusahaan.

Ketiga, tidak ditemukan bukti yang mendukung bahwa *abnormal return* periode pengumuman dipengaruhi oleh rata-rata dana dari operasi dimana rata-rata dana dari operasi menggunakan variabel ROI dan ROE. Dari hasil regresi menunjukkan ROI sebesar 0,878 dan ROE 0,806 dan ini menunjukkan bahwa signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansi yang digunakan (0,05). Dengan demikian maka informasi ROI dan ROE tidak dapat memberikan pengaruh atas sikap investor, karena informasi tersebut tidak akan merubah sikap investor untuk menafsirkan prospek perusahaan di masa yang akan datang, ini mengindikasikan bahwa informasi rata-rata dana dari operasi dalam hal ini adalah ROI dan ROE tidak diperhitungkan oleh manajemen dalam besarnya pembayaran deviden saham, sehingga para pemegang saham tidak terlalu penting untuk mempertimbangkan variabel rata-rata dana dari operasi ketika pemegang saham tersebut mengharapkan besarnya deviden saham yang akan dibayarkan oleh perusahaan

Keempat, tidak ditemukan bukti bahwa perubahan deviden saham memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* pada periode pengumuman. Dari hasil regresi menunjukkan besarnya signifikansi t (sig t) sebesar 0,429, dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansi yang digunakan (0,05). Dari hasil ini berarti variabel perubahan deviden tidak mempunyai pengaruh pada tingkat *abnormal return* pada saat pengumuman deviden saham sehingga informasi perubahan deviden saham ini tidak diperhitungkan oleh manajemen dalam

pembayaran besarnya deviden saham, sehingga pemegang para pemegang saham tidak terlalu penting untuk mempertimbangkan variabel perubahan deviden saham ketika pemegang saham tersebut mengharapkan besarnya deviden saham yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Karena kenaikan deviden yang dibayarkan lebih tinggi dari yang diperkirakan merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan laba di masa yang akan datang meningkat. Sebaliknya penurunan deviden diperkirakan merupakan suatu isyarat bahwa manajemen meramalkan laba di masa yang akan datang rendah, hal ini akan menyebabkan reaksi negatif sehingga harga saham turun. Penelitian ini serupa dengan penelitian dari Prasetyono (2000) yang meneliti bermakna tidaknya muatan informasi yang terkandung dalam naik turunnya deviden tunai yang dibagikan tahun 1997 untuk diukur rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, khususnya untuk kelompok deviden naik, kesimpulannya adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman deviden. Ross (1997) juga berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap informasi-informasi internal dalam suatu perusahaan akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross membuktikan bahwa kenaikan pada deviden yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Dikarenakan semua variabel tidak memberikan pengaruh pada saat pengumuman deviden saham ini berarti semua variabel tidak diperhitungkan oleh manajemen dalam pembayaran

besarnya deviden saham, sehingga para pemegang saham tidak terlalu penting untuk mempertimbangkan semua variabel penelitian ini ketika pemegang saham tersebut mengharapkan besarnya deviden saham yang akan dibayarkan oleh perusahaan, selain itu faktor krisis ekonomi ikut mempengaruhi karena pada saat periode penelitian tersebut perekonomian dalam kondisi yang tidak menentu sehingga menyebabkan harga saham serta komponen laba mengalami penurunan.

Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa Informasi historis deviden, ukuran distribusi saham, rata-rata dana dari operasi serta perubahan deviden saham tidak dapat diukur sebagai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi reaksi pasar saat pengumuman deviden saham.

Berdasar hasil perhitungan regresi baik secara parsial selama periode pengamatan (1997-2000) maupun secara simultan menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian tidak signifikan dikarenakan nilai signifikannya lebih besar dari level signifikansinya yaitu 0,05.

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian, maka secara terperinci dihasilkan pengujian sebagai berikut :

Pada hipotesis alternatif pertama (H_{a1}) yang menyatakan bahwa “Informasi historis deviden berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham”. Hasil ini ditunjukkan dengan besarnya signifikansi yang digunakan t (sig t) sebesar 0,837) dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari

level signifikansi yang digunakan (0,05). Dikarenakan tingkat signifikannya $>$ level signifikan berarti H_{a1} ditolak dan H_{01} diterima.

Pada hipotesis alternatif kedua (H_{a2}) yang menyatakan bahwa “Ukuran distribusi saham berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham”. Hasil ini ditunjukkan dengan besarnya signifikansi yang digunakan t (sig t) sebesar 0,933 dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansi variabel ini $>$ level signifikansinya berarti H_{a2} ditolak dan H_{02} diterima.

Pada hipotesis alternatif ketiga (H_{a3}) yang menyatakan bahwa “Rata-rata dana dari operasi berpengaruh secara parsial pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman dividen saham”. Hasil ini ditunjukkan dengan besarnya signifikansi yang digunakan t (sig t) sebesar 0,878 untuk variabel ROI dan 0,806 untuk variabel ROE, dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansinya berarti H_{a3} ditolak. Dikarenakan tingkat signifikansi variabel ini $>$ level signifikansinya, berarti H_{a4} ditolak dan H_{04} diterima.

Pada hipotesis alternatif kelima (H_{a5}) yang menyatakan bahwa “Perubahan dividen saham berpengaruh secara simultan pada tingkat *abnormal return* pada saat pengumuman dividen saham”. Hasil ini ditunjukkan besarnya signifikansi t (sig t) sebesar 0,955 dimana signifikansi ini jauh lebih besar dari level signifikansi yang digunakan (0,05). Dikarenakan tingkat signifikansi variabel ini $>$ level signifikansinya berarti H_{a5} ditolak dan H_{05} diterima.

Berdasarkan hasil uji regresi diatas dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel penelitian mempunyai tingkat signifikansi $>$ level signifikansi yang digunakan (0,05), sehingga dapat dijelaskan bahwa seluruh variabel penelitian tidak mempunyai pengaruh baik secara parsial maupun simultan pada tingkat *abnormal return* saat pengumuman deviden saham.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Dari hasil analisis regresi dapat dijelaskan bahwa semua faktor-faktor yang menjadi variabel penelitian tidak mempunyai pengaruh yang signifikan pada tingkat abnormal return saat pengumuman deviden saham. Ini disebabkan karena seluruh variabel penelitian menunjukkan tingkat signifikansi yang jauh lebih besar dari level signifikansi yang digunakan (0.05). Ini berarti bahwa semua variabel penelitian yang digunakan tidak dipertimbangkan oleh manajemen dalam pembayaran besarnya deviden saham, selain itu juga faktor krisis ekonomi menyebabkan harga saham dan semua komponen laba menjadi jatuh sehingga menyebabkan semua data yang digunakan memberikan hasil yang tidak signifikan.

5.2 Saran

1. Karena pengumuman deviden saham masih merupakan fenomena yang jarang terjadi, maka penelitian ini hanya didasarkan pada data yang sedikit. Jumlah yang sedikit ini menimbulkan beberapa masalah dalam kecukupan statistical. Sehingga diharapkan untuk peneliti selanjutnya untuk menambahkan jumlah data untuk periode yang berbeda. Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor lebih melihat prediksi jangka panjang dibandingkan dalam jangka waktu yang relatif pendek.

2. Bagi investor di pasar modal kesimpulan dari penelitian ini bisa menambah pertimbangan bahwa pembagian deviden saham tidak memberikan akibat yang menaikkan *abnormal return*.
3. Bagi perusahaan, dalam memberikan sinyal pada pasar, sebaiknya mempertimbangkan kebijakan-kebijakan yang lain. Karena sebagaimana yang telah disimpulkan dalam penelitian ini, tidak ditemukan bukti bahwa berdasarkan faktor-faktor yang disebutkan dividen saham memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pasar.



REFERENSI

- Adi Prasetyo, *Asosiasi antara Investasi Opportunity Set (IOS), dengan Keuangan Perusahaan, Dividen Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Studi Empiris pada Perusahaan-perusahaan yang Listing di BEJ*, Thesis Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 2000
- Agustina, *Analisa Korelasi Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Return Saham*, Thesis Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 2001
- Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Ketiga, Penerbit BPFE, Yogyakarta, 2000
- Ansari, *Pengujian Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia*, Thesis S2, pps UGM Yogyakarta, 1993
- Aharony, J. dan I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stakeholders Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 1-12, March 1980
- Arifin, "Perilaku Dividen Perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta", *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, Nomor 8, Agustus, 1993
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, "Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1006", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 2 No. 1, hal. 91-116, 1999
- Atmajaya, *Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi, Penerbit Andi, Yogyakarta, 1999
- Bandi dan Hartono, *Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen*, Makalah dalam Simposium Nasional Akuntansi II, Universitas Brawijaya, Malang, 1999
- Banker et al., "Complementarity of Prior Accounting Information: The Case of Stock Dividend Announcement" *The Accounting Review*, 68 (January): 27-28, 1993
- Bar Yosef dan Brown, "A Reexamination of Stock Split Using Moving Betas", *Journal of Finance*, September: 1069-1080, 1997
- Benartzi, dkk., "Do Changes in Dividend Signal the Future or the Past?", *Journal of Finance*, 52: 1007-1034, 1997
- Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Falacy", *Bill Journal of Economic*, pp. 259-270, 1979
- Brigham, et al., "Fundamental of Financial Management", Seventh Edition, The Dryden Press, New York, 1995

- _____, *“Intermediate Financial Management”*, Sixth Edition, The Dryden Press, Orlando, 1999
- Brigham and Houston, *Fundamental Financial Management*, Mc.Graw-Hill, 1998
- Dielman and Oppenheimer, *“An Examination of Investor Behaviour During Periods of Large Dividend Changes”*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 13 (December), 1984
- Grinblatt, M., R. Masuits dan S. Titman, *The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*, Journal of Financial Economics, hal. 460-490, Desember 1984
- Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta, 1998
- John Lintner, *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and The Supply of Capital to Corporation*, Reviews of Economics and Statistics, pp. 243-269, Agustus 1962
- John and William, *“Dividend Dolutions and Taxes: A Signaling Equilibrium”*, Journal of Finance, pp. 1053-1070, 1985
- Julianto, *Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi Investment Opportunity Set and Real Growth dengan menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 6, No.1, IAI Kompartemen Akuntan Pendidik Yogyakarta, 2003
- Kalay, *“Signalling, Information Content, and The Relictance to Cut Dividends”*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 15 (November), pp. 855-869, 1980
- Leland dan Pyle, *“Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”*, Journal of Finance, 32 (Mei), pp. 371-387, 1977
- Mamduh M. Hanafi dan Abdul Halim, *Dampak Pengumuman Laporan Keuangan terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan*, Kelola, pp. 75-110, 1996
- Miller dan Modigliani, *“Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares”*, Journal of Bussiness, pp. 411-433, October, 1961
- Miller dan Rock, *“Dividend Policy Under Asymetric Information”*, Journal of Finance, pp. 1031-1051, 1985
- Myron Gordon, *“Optimal Investmen and Finishing Policy”*, Journal of Finance, Mei, pp. 264-272, 1963
- Prasetiono, *“Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan terhadap Pengumuman Dividen Tunai”*, Jurnal Pasar Modal, No. 11, November 1997
- Robert Ang., *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia, 1997

- Ross, "*The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*", Bell Journal of economics, pp. 23-40, 1977
- Shefrin dan Statman, "*Explaining Investor Preference for Cash Dividend*", Journal of Financial Economics, 13 (Juni), pp. 253-282, 1984
- Weston and Brigham, *Managerial Finance*, CBS College Publishing, 1986
- Woolridge, McNichols dan Dravid, "*Stock Dividend, Stock Split and Signalling*", Journal of Finance, 45 (July), pp. 857-579, 1990
- Zaki Baridwan, *Intermediate Accounting*, BPFE, Yogyakarta, 1996





LAMPIRAN

CASE SUMMARIES

KODE	CAR	MVE/BVE	MVA/BVA
ASDM	-0.0576	75563922.20	48.89
SMRA	-0.1202	394451710.60	50.53
MAMI	0.2707	227819779.20	59.42
TMBN	0.0232	142864592.70	12.46
MDLN	-1.2722	43413120.90	7.25
MTDL	-1,1279	19845.14	27.73
NISP	-0.1641	39966224.50	5.58
DPNS	-1.4201	31732863.30	26.71
ZBRA	-1,2241	85119764.20	18.52
EKAD	-0,4502	91299493.40	69.78
TRST	-0,0586	2962258.00	186.70
BDTA	0.142	-49162298.40	28.46
DGSA	-1.0734	447395517.20	117.35
TMBN	0,0487	-2871239.70	8.15

CASE SUMMARIES

(Lanjutan)

CAP/MVA	P/E	SIZE	ROI
0.01420	54.154	29.15184637	-801.00
0.01711	-58.096	31.71513088	11.030
0.00881	426.667	30.74952308	0.660
0.07199	125.655	31.19227655	1.250
0.14137	-842	29.80319089	-15.880
0.03606	-10.735	29.11390269	-47.870
0.04949	141.847	30.16158803	0.940
0.02754	17.161	30.23690660	32.810
0.04733	-15.845	27.89746289	-11.580
0.01408	111.732	28.96769635	22.650
0.00311	-33.890	33.33865615	9.960
7.19106	-3.819	32.33697525	21.460
0.00168	59.161	33.78469612	9.320
0.40239	-0.970	29.65354016	201.090

CASE SUMMARIES

(Lanjutan)

ROE	DUMMY PERUBAHAN DEVIDEN SAHAM
17.170	0
-63.590	0
2.570	0
15.480	0
35.750	0
108.870	1
-240.240	1
-55.600	1
8.000	0
-35531.160	1
39.210	0
121.460	1
-107.780	0
29.730	1
14.260	1
158.820	1

Lampiran 1
Perhitungan Proksi-proksi IOS
Masing-masing Perusahaan

Kode	Jumlah Saham Beredar	Kode	Jumlah Saham Beredar	Aset	TBATt-1	NBATt-1	Laba Bersih Per Saham
SMRA	3.637.920.000	16.325	150,561	1,114,870	1.114.870	80.945	(281)
ASDM	260.000.000	17.600	60,558	94,286	79.863	14.423	325
MAMI	1.766.600.000	12.800	99,256	385,360	29.552	91.808	30
TMBN	1.049.400.000	33.550	246,387	3,049,282	2.892.781	156.501	267
DGSA	4.647.499.109	101.225	1,051,515	4,034,006	2.415.387	1.618.619	1,711
TMBN	1.254.330.000	6.025	(2,632,082)	1,425,023	3.049.282	-1.624.259	(6,213)
TKGA	572.000	11.550	4,961	107,731	107.668	65	(458)
ZBRA	386.758.988	3.375	15,335	73,632	69.083	4.549	(213)
NISP	1.925.000.000	6.525	314,281	2,669,216	1.703.668	965.548	46
MTDL	201.861.286	21.825	222	164,787	276.119	-111.332	(2,033)
DPNS	380.605.500	7.225	86,657	103,560	89.884	13.676	421
BDTA	8.69.847.989	12.725	(2,249,768)	3,944,914	6.875.355	-2.930.441	(3,332)
MDLN	3.944.857.620	2.225	202,181	1,372,180	1.389.198	-17.018	(264,2)
EKAD	122.984.400	30.950	41,691	54,736	54.262	474	277
DPNS	888.079.500	15.250	93,751	108,105	103.759	4.346	255
TRST	23.760.000.000	12.675	101,665	1,621,196	1.463.000	158.196	(374)

Lampiran 1
Perhitungan Proksi-proksi IOS
Masing-masing Perusahaan

Kode	MVE/BE	MVA/BVA	CAP/MVA	P/E
SMRA	394.451.710,6	50,53	0,0171082	-58,09608541
ASDM	75.563.922,2	48,89	0,0141961	54,15384615
MAMI	227.819.779,2	59,42	0,0088103	426,6666667
TMBN	142.894.592,7	12,46	0,0719879	125,6554307
DGSA	447.395.517,2	117,35	0,0016829	59,16130918
TMBN	-2.871.239,7	8,15	0,4023904	-0,96974086
TKGA	1.331.707,3	1,01	0,9837844	-25,21834061
ZBRA	85.119.764,2	18,52	0,0473258	-15,84507042
NISP	39.966.224,5	5,58	0,0494865	141,8478261
MTDL	19.845,14	27,73	0,0360569	-10,73536645
DPNS	31.732.863,3	26,71	0,0275439	17,16152019
BDTA	-49.162.298,4	28,46	71,910,635	-3,819027611
MDLN	43.413.120,9	7,25	0,1413664	-0,84216502
EKAD	91.299.493,4	69,78	0,0140828	111,732852
DPNS	144.459.391,1	125,41	0,0073326	59,80392157
TRST	2.962.258.398	186,7	0,0031087	-33,89037433

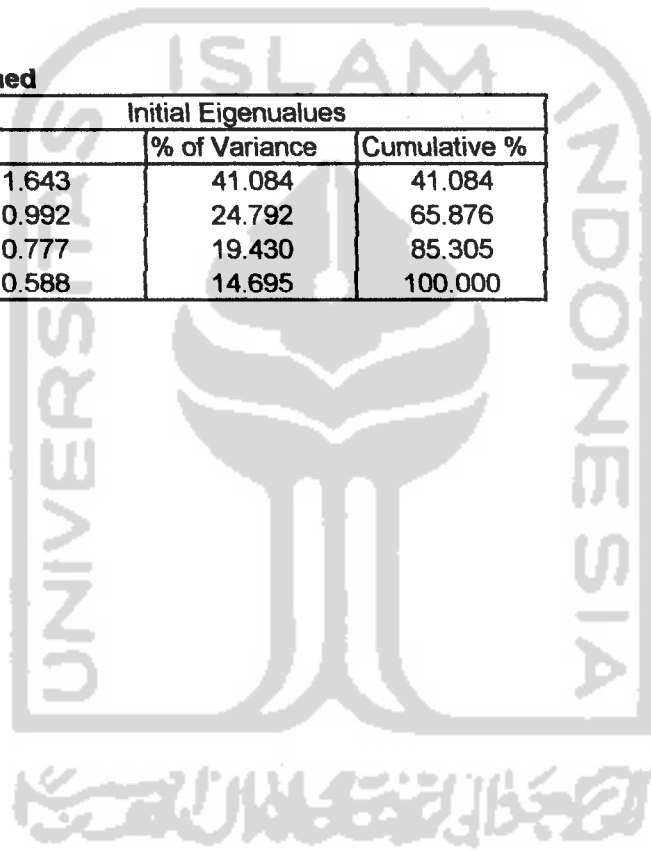
Lampiran 1
Faktor Analisis Proksi IOS
Masing-masing Perusahaan

Communalities

		Initial	Extraction
1. MVE/BE	Market to Book of Equity Ratio	1.000	0,638
2. MVA/BVA	Market to Book Assets Ratio	1.000	0,322
3. CAP/MVA	Capital Expenditure to Market Value of Asset	1.000	0,459
4. P/E	Price for Earning	1.000	0,225

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues		
	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1.643	41.084	41.084
2	0.992	24.792	65.876
3	0.777	19.430	85.305
4	0.588	14.695	100.000



Lampiran 2
Perhitungan Market Value
Masing-masing Perusahaan

Kode	Price t-5	Share t-5	Maket Value
SMRA	16.325	3.637.920.000	31.7151308808
ASDM	17.600	260.000.000	29.15184637
MAMI	12.800	1.766.600.000	30.7495230822
TMBN	33.550	1.049.400.000	31.1922765516
ZBRA	3.375	386.758.988	27.8974628903
TMBN	6.025	1.254.330.000	29.6535401608
TKGA	11.550	572.000	22.6113349863
NISP	6.525	1.925.000.000	30.1615880369
MTDL	21.825	201.861.286	29.1139026972
MDLN	7.225	3.944.857.620	29.8031908939
DPNS	7.225	380.605.500	28.6425764766
DGSA	10.225	4.647.499.109	33.7846961267
BDTA	12.725	8.691.847.989	32.3369752520
EKAD	30.950	122.984.400	28.9676963541
DPNS	15.250	888.079.500	30.2369066606
TRST	12.675	23.760.000.000	33.3386561599



Lampiran 3
Perhitungan ROI dan ROE
Masing-masing Perusahaan

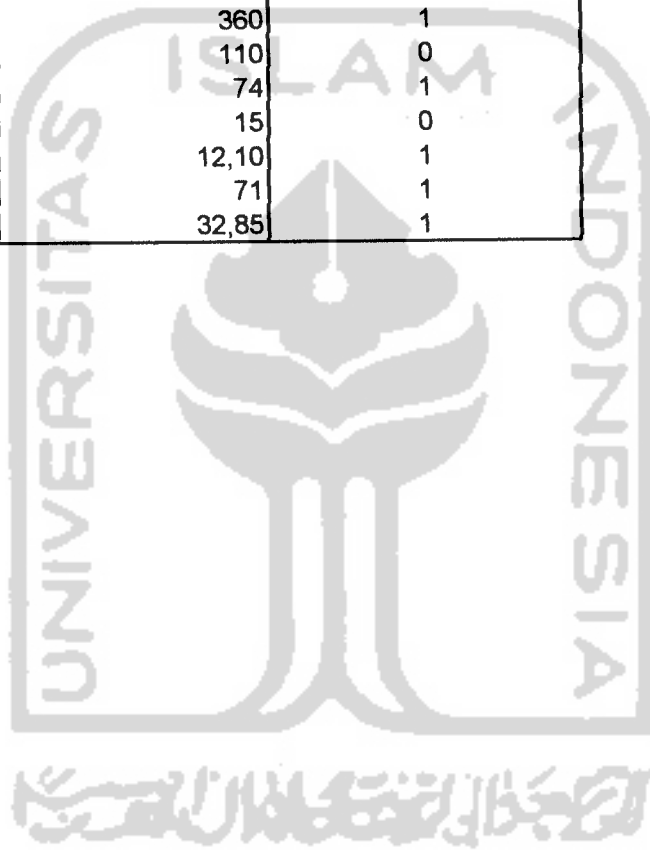
Kode	Laba Bersih stlh Pajak	Total Aktiva	Total Ekuitas
SMRA	-95.739.000	1.195.815.000	150.561.000
ASDM	10.397.000	94.286.000	60.558.000
MAMI	2.552.000	385.360.000	99.256.000
TMBN	38.140.000	3.049.282.000	246.387.000
ZBRA	-8.527.000	73.632.000	15.335.000
TMBN	-2.865.615.000	1.425.023.000	2.632.082.000
TKGA	-11.918.000	107.731.000	4.961.000
NISP	25.154.000	2.669.216.000	314.281.000
MTDL	-78.890.000	164.707.000	222.000.000
MDLN	-217.903.000	1.372.180.000	202.081.000
DPNS	33.982.000	103.560.000	86.657.000
DGSA	375.968.000	1.034.006.000	1.051.515.000
BDTA	-2.732.594.000	3.944.914.000	-2.249.768.000
EKAD	12.396.000	54.736.000	4.691.000
DPNS	13.365.000	108.105.000	93.751.000
TRST	-161.465.000	1.621.196.000	101.665.000

Lampiran 3
Perhitungan ROI dan ROE
Masing-masing Perusahaan

Kode	ROI	ROE
SMRA	-801	-63,59
ASDM	11,03	17,170
MAMI	0,660	2,570
TMBN	1,250	15,480
ZBRA	9,320	35,750
TMBN	-201,090	108,870
TKGA	-11,060	-240,240
NISP	-11,580	-55,600
MTDL	0,940	8,000
MDLN	47,870	-35531,160
DPNS	32,810	39,210
DGSA	69,270	121,460
BDTA	-15,880	-107,780
EKAD	22,650	29,730
DPNS	12,360	14,260
TRST	9,960	158,820

**Perhitungan ROI dan ROE
Masing-masing Perusahaan**

Kode	t-5	t-1	Δ Perubahan Dev. Shm
SMRA	0,64	0	0
ASDM	0,95	0,36	0
MAMI	59,55	50,20	0
TMBN	25,64	22,10	0
ZBRA	17,5	3,1	0
TMBN	28,90	51,95	1
TKGA	20,17	60,10	1
NISP	52,46	62,75	1
MTDL	480	240	0
MDLN	275	360	1
DPNS	175	110	0
DGSA	65	74	1
BDA	30	15	0
EKAD	2,75	12,10	1
DPNS	67.000	71	1
TRST	22,71	32,85	1



Lampiran 5
Perhitungan Saham selama Periode Pengamatan
Masing-masing Perusahaan

MAMI	Pit	Pit-1	Rit	SMRA	Pit	Pit-1	Rit
-5	1200	700	0,7143	-5	1425	1250	0,14
-4	1200	700	0,7143	-4	1450	1225	0,1836
-3	1225	700	0,75	-3	1450	1225	0,1836
-2	1225	700	0,75	-2	1425	1175	0,2128
-1	1200	675	0,7778	-1	1425	1200	0,1875
0	1150	700	0,5714	0	1450	1175	0,2340
+1	1150	700	0,6428	+1	1625	1175	0,3829
+2	1125	675	0,6667	+2	1550	1150	0,3478
+3	1125	675	0,6667	+3	1500	1100	0,3636
+4	1150	700	0,6428	+4	1525	1075	0,4186
+5	1100	700	0,5714	+5	1525	1050	0,4523

ASDM	Pit	Pit-1	Rit	TMBN	Pit	Pit-1	Rit
-5	2900	2300	0,2609	-5	3050	2300	0,3261
-4	2900	2300	0,2609	-4	3050	2450	0,22
-3	2900	2300	0,2609	-3	3050	2500	0,25
-2	2900	2300	0,2609	-2	3050	2500	0,22
-1	2900	2300	0,2609	-1	3050	2500	0,22
0	2600	2300	0,1304	0	3050	2500	0,22
+1	2400	2025	0,1358	+1	3050	2500	0,22
+2	2400	2025	0,1358	+2	3050	2525	0,2079
+3	2400	2025	0,1358	+3	3050	2575	0,1845
+4	2400	2025	0,1358	+4	3050	2600	0,1730
+5	2400	2025	0,1358	+5	3050	2625	0,1619

MDLN	Pit	Pit-1	Rit	BDTA	Pit	Pit-1	Rit
-5	2200	400	4,5	-5	650	525	0,2381
-4	2200	425	41,764	-4	650	550	0,1818
-3	2200	400	4,5	-3	650	600	0,0833
-2	2200	400	4,5	-2	650	600	0,0833
-1	2200	400	4,5	-1	650	600	0,0833
0	1100	350	2,1428	0	675	600	0,125
+1	1100	350	2,1428	+1	650	600	0,0833
+2	1100	350	2,1428	+2	650	600	0,0833
+3	1100	350	2,1428	+3	650	600	0,0833
+4	1100	350	2,1428	+4	650	600	0,0833
+5	1100	350	2,1428	+5	650	550	0,1818

NISP	Pit	Pit-1	Rit	DPNS	Pit	Pit-1	Rit
-5	500	700	-0,2857	-5	525	450	0,1667
-4	575	725	-0,2068	-4	600	575	0,0434
-3	575	725	-0,2068	-3	550	600	-0,0833
-2	550	725	-0,2414	-2	600	600	0,3809
-1	550	725	-0,2414	-1	725	525	0,3809
0	550	725	-0,2414	0	825	525	0,5714
+1	625	725	-0,1379	+1	750	550	0,3636
+2	675	725	-0,0689	+2	700	500	0,4
+3	625	725	-0,1379	+3	725	450	0,6111
+4	550	725	-0,2414	+4	700	450	0,556
+5	700	725	-0,0345	+5	525	525	0,6111

DGSA	Pit	Pit-1	Rit	MTDL	Pit	Pit-1	Rit
-5	8675	5700	0,5219	-5	1800	2000	-0,1
-4	8525	5900	0,4449	-4	1800	2000	-0,1
-3	8575	5700	0,5044	-3	2025	2000	0,0125
-2	9000	5850	0,5385	-2	2025	2000	0,0125
-1	9000	6150	0,4634	-1	2025	2000	0,0125
0	9350	6400	0,4609	0	2025	2000	0,0125
+1	9600	6200	0,5484	+1	2025	2000	0,0125
+2	9700	6200	0,5645	+2	2025	1900	0,0526
+3	9800	6025	0,6265	+3	2025	1900	0,0526
+4	9775	6150	0,5894	+4	2025	1900	0,0526
+5	9225	6425	0,3852	+5	2025	1900	0,0526

TMBN	Pit	Pit-1	Rit	TKGA	Pit	Pit-1	Rit
-5	500	750	-0,3333	-5	1050	2100	-0,5
-4	550	725	-0,2414	-4	1050	2100	-0,5
-3	475	725	-0,3448	-3	1050	2100	-0,5
-2	525	700	-0,25	-2	1050	2100	-0,5
-1	600	700	-0,1428	-1	1050	2100	-0,5
0	575	675	-0,1481	0	1050	2100	-0,5
+1	550	675	-0,1851	+1	1050	2100	-0,5
+2	600	650	-0,0769	+2	1050	2100	-0,5
+3	550	650	-0,1538	+3	1050	2100	-0,5
+4	575	600	-0,0416	+4	1050	2100	-0,5
+5	525	525	0	+5	1050	2100	-0,5

ZBRA	Pit	Pit-1	Rit	EKAD	Pit	Pit-1	Rit
-5	250	1325	-0,8113	-5	2600	1300	1
-4	250	1325	-0,8113	-4	2600	1300	1
-3	250	1325	-0,8113	-3	2600	1300	1
-2	250	1325	-0,8113	-2	2600	1300	1
-1	375	1325	-0,7169	-1	2600	1300	1
0	375	1325	-0,7169	0	2700	1300	1,0769
+1	375	1325	-0,7169	+1	2600	1300	1
+2	375	1325	-0,7169	+2	3125	1300	1,4038
+3	375	1325	-0,7925	+3	3150	1300	1,4231
+4	375	1325	-0,7925	+4	3150	1300	1,4231
+5	325	1325	-0,7547	+5	3225	1300	1,4807

DPNS	Pit	Pit-1	Rit	TRST	Pit	Pit-1	Rit
-5	1025	475	1,1579	-5	675	775	-0,1290
-4	1100	475	1,3158	-4	725	775	-0,0645
-3	1200	475	1,5263	-3	700	750	-0,0666
-2	1450	475	2,0526	-2	700	725	-0,0345
-1	1375	475	1,8947	-1	675	700	-0,0357
0	1400	450	2,1111	0	675	700	-0,0357
+1	1450	450	2,2222	+1	700	725	-0,0345
+2	1450	475	2,0526	+2	700	725	-0,0346
+3	1375	475	1,8947	+3	675	725	-0,0689
+4	1375	475	1,8947	+4	675	700	-0,0357
+5	1350	475	1,8421	+5	725	725	-0,0689

Lampiran 6
Perhitungan Tingkat Pasar Harian selama Periode Pengamatan
Masing-masing Perusahaan

MAMI	IHSGI	IHSGt-1	Rmt	TMBN	IHSGI	IHSGt-1	Rmt
-5	710,786	588,232	0,2083	-5	712,496	584,207	0,2195
-4	708,445	583,175	0,2148	-4	709,407	592,785	0,1967
-3	712,224	580,674	0,2265	-3	716,829	592,038	0,2107
-2	719,638	572,85	0,2195	-2	724,556	592,038	0,2107
-1	713,387	578,773	0,2326	-1	731,619	596,281	0,2269
0	712,496	584,207	0,2195	0	730,155	594,408	0,2284
+1	709,407	592,785	0,1967	+1	735,492	594,071	0,2380
+2	716,829	592,038	0,2108	+2	736,597	588,612	0,2514
+3	724,556	594,259	0,2195	+3	738,007	575,05	0,2284
+4	731,619	596,281	0,2269	+4	740,833	573,832	0,2910
+5	730,155	594,408	0,5584	+5	738,138	574,89	0,2839

MDLN	IHSG	IHSGt-1	Rmt	MTDL	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	402,057	672,865	-0,4024	-5	445,143	658,522	-0,3240
-4	403,699	670,585	-0,3979	-4	439,555	663,195	-0,3372
-3	405,937	656,986	-0,3821	-3	434,059	668,849	-0,3766
-2	388,918	657,073	-0,4081	-2	416,967	672,499	-0,3799
-1	413,824	652,55	-0,3658	-1	414,22	689,499	-0,3992
0	424,006	652,85	-0,3505	0	420,465	694,028	-0,3959
+1	445,143	654,091	-0,3194	+1	414,079	699,731	-0,4082
+2	439,555	658,522	-0,3325	+2	399,599	698,401	-0,4278
+3	434,059	663,195	-0,3455	+3	392,608	693,539	-0,4339
+4	416,967	668,849	-0,3765	+4	406,331	691,982	-0,4128
+5	414,22	672,499	-0,3840	+5	409,516	695,016	-0,4107

DPNS	IHSG	IHSGt-1	Rmt	BDTA	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	262,35	539,483	-0,5138	-5	500,641	646,241	-0,2253
-4	282,16	553,646	-0,1903	-4	491,856	651,45	-0,2449
-3	275,224	559,22	-0,5078	-3	490,481	652,984	-0,2488
-2	275,001	549,92	-0,4999	-2	485,641	652,476	-0,2556
-1	276,008	546,238	-0,4947	-1	465,247	656,53	-0,2914
0	276,15	546,668	-0,4949	0	460,135	647,23	-0,2890
+1	273,868	536,986	-0,4899	+1	448,525	652,049	-0,3121
+2	263,229	536,924	-0,0009	+2	445,994	650,458	-0,3143
+3	261,314	515,478	-0,4930	+3	435,16	647,894	-0,3293
+4	258,106	512,893	-0,4967	+4	414,625	652,787	-0,3648
+5	266,17	513,949	-0,4821	+5	436,778	659,604	-0,3378

NISP	IHSG	IHSGt-1	Rmt	TKGA	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	304,849	518,915	-0,412	-5	486,234	224	-0,3284
-4	337,589	517,091	-0,3471	-4	488,685	712,402	-0,3140
-3	336,418	520,685	-0,3538	-3	488,239	711,441	-0,3137
-2	336,576	514,171	-0,3454	-2	483,055	718,189	-0,3274
-1	332,321	514,968	-0,3546	-1	473,805	712,046	-0,3346
0	316,795	505,233	-0,3729	0	479,563	710,058	-0,3246
+1	313,415	494,397	-0,3660	+1	482,981	710,819	-0,3205
+2	315,311	490,397	-0,3570	+2	483,531	716,356	-0,3250
+3	318,101	400,12	-0,3509	+3	485,096	721,979	-0,3281
+4	312,29	447,996	-0,3029	+4	482,688	721,27	-0,3308
+5	309,412	472,051	-0,3445	+5	491,717	721,772	-0,3326

DGSA	IHSG	IHSGt-1	Rmt	TMBN	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	426,81	712,496	-0,3982	-5	426,81	712,496	-0,3959
-4	430,87	709,407	-0,3926	-4	430,87	709,407	-0,3981
-3	431,231	716,829	-0,3984	-3	431,231	716,829	-0,3926
-2	445,92	724,556	-0,3984	-2	445,92	724,556	-0,3984
-1	456,541	731,619	-0,3846	-1	456,541	731,619	-0,3846
0	446,373	730,155	-0,3759	0	446,373	730,155	-0,3759
+1	470,545	735,492	-0,3613	+1	470,545	735,492	-0,3613
+2	483,945	736,597	-0,3602	+2	483,945	736,597	-0,3555
+3	472,98	738,007	-0,3429	+3	472,98	738,007	-0,3578
+4	470,321	740,833	-0,3578	+4	470,321	740,833	-0,3591
+5	463,581	738,138	-0,3719	+5	463,581	738,138	-0,3648

ZBRA	IHSG	IHSGt-1	Rmt	DPNS	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	445,95	724,556	-0,3846	-5	681,039	419,442	0,6486
-4	456,541	731,619	-0,3759	-4	707,884	440,093	0,6566
-3	466,373	730,155	-0,3613	-3	716,46	425,453	0,6237
-2	470,545	735,492	-0,3602	-2	710,682	420,659	0,6084
-1	483,945	736,597	-0,3429	-1	700,669	423,085	0,7032
0	472,98	738,007	-0,3591	0	682,119	430,96	0,6798
+1	470,321	740,833	-0,3651	+1	673,155	428,81	0,6258
+2	463,581	738,138	-0,3719	+2	672,127	430,87	0,5907
+3	459,673	729,151	-0,3695	+3	680,561	431,231	0,5623
+4	463,874	723,146	-0,3587	+4	662,025	445,92	0,5586
+5	467,339	722,499	-0,3533	+5	673,043	456,541	0,5261

EKAD	IHSG	IHSGt-1	Rmt	TRST	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	660,653	467,339	0,4143	-5	478,209	686,947	-0,3038
-4	662,367	473,772	0,4249	-4	477,928	678,97	-0,2956
-3	658,271	486,234	0,3470	-3	476,033	664,569	-0,2808
-2	649,861	488,685	0,3310	-2	468,362	668,281	-0,2876
-1	641,107	488,239	0,3272	-1	475,933	679,449	-0,3106
0	642,655	483,055	0,3564	0	484,021	670,16	-0,2898
+1	625,83	473,805	0,3050	+1	490,688	661,852	-0,2687
+2	592,721	479,563	0,2272	+2	480,121	681,039	-0,2795
+3	573,216	482,981	0,1855	+3	494,492	707,884	-0,2595
+4	599,257	483,531	0,2353	+4	501,809	716,46	-0,3098
+5	616,429	485,096	0,2770	+5	503,145	710,682	-0,2939

ASDM	IHSG	IHSGt-1	Rmt	SMRA	IHSG	IHSGt-1	Rmt
-5	479,014	545,02	-0,1211	-5	713,387	578,773	0,2326
-4	512,589	540,541	-0,0517	-4	712,496	584,207	0,2326
-3	533,87	546,001	-0,0222	-3	709,407	597,785	0,2195
-2	594,113	543,033	0,0940	-2	716,829	592,038	0,1967
-1	600,311	543,751	0,1040	-1	724,556	594,259	0,2107
0	598,016	542,517	0,1022	0	731,619	580,212	0,2284
+1	556,136	545,107	0,0202	+1	730,155	589,307	0,2269
+2	546,637	542,72	-0,0072	+2	735,492	589,79	0,2284
+3	550,761	546,462	-0,0786	+3	736,597	588,349	0,2380
+4	534,829	549,036	-0,0258	+4	738,007	586,311	0,2514
+5	526,737	554,401	-0,0498	+5	740,833	574,74	0,2514

Lampiran 7
Perhitungan Expected Return Harian selama Periode Pengamatan
Masing-masing Perusahaan

ASDM	α	β	Rmt	F (Rit)	SMRA	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	0,0038	1,2235	0,2249	0,2791	-5	0,0059	1,2345	0,2326	0,2930
-4	0,0038	1,2235	0,2321	-0,2879	-4	0,0059	1,2345	0,2326	0,2930
-3	0,0038	1,2235	0,2188	-0,2715	-3	0,0059	1,2345	0,2195	0,2769
-2	0,0038	1,2235	0,2253	0,2795	-2	0,0059	1,2345	0,1967	0,2487
-1	0,0038	1,2235	0,2007	0,2494	-1	0,0059	1,2345	0,2107	0,2660
0	0,0038	1,2235	0,1602	0,1498	0	0,0059	1,2345	0,2284	0,2879
+1	0,0038	1,2235	0,0995	0,1255	+1	0,0059	1,2345	0,2269	0,2860
+2	0,0038	1,2235	0,0995	0,1255	+2	0,0059	1,2345	0,2284	0,2878
+3	0,0038	1,2235	0,0992	0,1252	+3	0,0059	1,2345	0,2380	0,2997
+4	0,0038	1,2235	0,1122	0,1410	+4	0,0059	1,2345	0,2514	0,3162
+5	0,0038	1,2235	0,0553	0,0715	+5	0,0059	1,2345	0,2514	0,3162

TMBN	α	β	Rmt	F (Rit)	MAMI	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	-0,0021	0,9179	0,2195	0,1994	-5	0,0431	2,7952	0,2083	0,6253
-4	-0,0021	0,9179	0,1967	0,1784	-4	0,0431	2,7952	0,2148	0,6435
-3	-0,0021	0,9179	0,2107	0,1913	-3	0,0431	2,7952	0,2265	0,6762
-2	-0,0021	0,9179	0,2107	0,1913	-2	0,0431	2,7952	0,2195	0,6567
-1	-0,0021	0,9179	0,2269	0,2062	-1	0,0431	2,7952	0,2326	0,6933
0	-0,0021	0,9179	0,2284	0,2075	0	0,0431	2,7952	0,2195	0,6567
+1	-0,0021	0,9179	0,2380	0,2164	+1	0,0431	2,7952	0,1967	0,5929
+2	-0,0021	0,9179	0,2514	0,2287	+2	0,0431	2,7952	0,2108	0,6323
+3	-0,0021	0,9179	0,2284	0,2075	+3	0,0431	2,7952	0,2195	0,6567
+4	-0,0021	0,9179	0,2910	0,2650	+4	0,0431	2,7952	0,2269	0,6773
+5	-0,0021	0,9179	0,2839	0,2585	+5	0,0431	2,7952	0,5584	0,6815

MDLN	α	β	Rmt	F (Rit)	NISP	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	0,3909	-8,4482	-0,4024	3,7905	-5	0,0186	0,5231	-0,4125	-0,2344
-4	0,3909	-8,4482	-0,3979	3,7524	-4	0,0186	0,5231	-0,3471	-0,1629
-3	0,3909	-8,4482	-0,3821	3,6189	-3	0,0186	0,5231	-0,3538	-0,1665
-2	0,3909	-8,4482	-0,4081	3,839	-2	0,0186	0,5231	-0,3454	-0,1620
-1	0,3909	-8,4482	-0,3658	3,4812	-1	0,0186	0,5231	-0,3546	-0,1668
0	0,3909	-8,4482	-0,3505	3,3519	0	0,0186	0,5231	-0,3729	-0,1765
+1	0,3909	-8,4482	-0,3194	3,0892	+1	0,0186	0,5231	-0,3660	-0,1728
+2	0,3909	-8,4482	-0,3325	3,1999	+2	0,0186	0,5231	-0,3570	-0,1681
+3	0,3909	-8,4482	-0,3455	3,3097	+3	0,0186	0,5231	-0,3509	-0,1649
+4	0,3909	-8,4482	-0,3765	3,5716	+4	0,0186	0,5231	-0,3029	-0,1398
+5	0,3909	-8,4482	-0,3840	3,6350	+5	0,0186	0,5231	-0,3445	-0,1616

BDTA	α	β	Rmt	F (Rit)	DGSA	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	0,0453	-0,4325	-0,2253	0,1427	-5	0,0976	-1,3746	-0,3982	0,6449
-4	0,0453	-0,4325	-0,2449	0,1490	-4	0,0976	-1,3746	-0,3926	0,6373
-3	0,0453	-0,4325	-0,2488	0,1529	-3	0,0976	-1,3746	-0,3984	0,6452
-2	0,0453	-0,4325	-0,2556	0,1558	-2	0,0976	-1,3746	-0,3846	0,6263
-1	0,0453	-0,4325	-0,2914	0,1713	-1	0,0976	-1,3746	-0,3759	0,6143
0	0,0453	-0,4325	-0,2890	0,1703	0	0,0976	-1,3746	-0,3313	0,5942
+1	0,0453	-0,4325	-0,3121	0,1803	+1	0,0976	-1,3746	-0,3602	0,5927
+2	0,0453	-0,4325	-0,3143	0,1812	+2	0,0976	-1,3746	-0,3429	0,5689
+3	0,0453	-0,4325	-0,3293	0,1873	+3	0,0976	-1,3746	-0,3578	0,5894
+4	0,0453	-0,4325	-0,3648	0,2030	+4	0,0976	-1,3746	-0,3651	0,5995
+5	0,0453	-0,4325	-0,3378	0,1914	+5	0,0976	-1,3746	-0,3719	0,6088

DPNS	α	β	Rmt	F (Rit)	MTDL	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	0,0936	-0,8847	-0,5138	0,5481	-5	0,0538	-0,2492	-0,3240	0,1345
-4	0,0936	-0,8847	-0,1903	0,5274	-4	0,0538	-0,2492	-0,3372	0,1378
-3	0,0936	-0,8847	-0,5078	0,5428	-3	0,0538	-0,2492	-0,3766	0,1476
-2	0,0936	-0,8847	-0,4999	0,5359	-2	0,0538	-0,2492	-0,3799	0,1485
-1	0,0936	-0,8847	-0,4947	0,5312	-1	0,0538	-0,2492	-0,3992	0,1533
0	0,0936	-0,8847	-0,4949	0,5314	0	0,0538	-0,2492	-0,3959	0,1555
+1	0,0936	-0,8847	-0,4899	0,5270	+1	0,0538	-0,2492	-0,4082	0,1604
+2	0,0936	-0,8847	-0,0009	0,0944	+2	0,0538	-0,2492	-0,4278	0,1619
+3	0,0936	-0,8847	-0,4930	0,5297	+3	0,0538	-0,2492	-0,4339	0,1619
+4	0,0936	-0,8847	-0,4967	0,5330	+4	0,0538	-0,2492	-0,4128	0,1567
+5	0,0936	-0,8847	-0,4821	0,5201	+5	0,0538	-0,2492	-0,4107	0,1561

TKGA	α	β	Rmt	F (Rit)	TMBN	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	-0,0192	1,5364	-0,3284	-0,5237	-5	0,0598	0,4442	-0,3959	-0,1160
-4	-0,0192	1,5364	-0,3140	-0,5016	-4	0,0598	0,4442	-0,3981	-0,1170
-3	-0,0192	1,5364	-0,3137	-0,5011	-3	0,0598	0,4442	-0,3926	-0,1146
-2	-0,0192	1,5364	-0,3274	-0,5222	-2	0,0598	0,4442	-0,3984	-0,1171
-1	-0,0192	1,5364	-0,3346	-0,5332	-1	0,0598	0,4442	-0,3846	-0,1110
0	-0,0192	1,5364	-0,3246	-0,5179	0	0,0598	0,4442	-0,3759	-0,1017
+1	-0,0192	1,5364	-0,3205	-0,5116	+1	0,0598	0,4442	-0,3613	-0,1006
+2	-0,0192	1,5364	-0,3250	-0,5185	+2	0,0598	0,4442	-0,3555	-0,0981
+3	-0,0192	1,5364	-0,3281	-0,5233	+3	0,0598	0,4442	-0,3578	-0,0991
+4	-0,0192	1,5364	-0,3308	-0,5274	+4	0,0598	0,4442	-0,3591	-0,0997
+5	-0,0192	1,5364	-0,3326	-0,5302	+5	0,0598	0,4442	-0,3648	-0,1022

ZBRA	α	β	Rmt	F (Rit)	DPNS	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	-0,0445	2,1117	-0,3846	-0,8566	-5	0,1318	2,9429	0,6486	2,0405
-4	-0,0445	2,1117	-0,3759	-0,8383	-4	0,1318	2,9429	0,6566	2,0641
-3	-0,0445	2,1117	-0,3613	-0,8075	-3	0,1318	2,9429	0,6237	1,9673
-2	-0,0445	2,1117	-0,3602	-0,8051	-2	0,1318	2,9429	0,6084	1,9223
-1	-0,0445	2,1117	-0,3429	-0,7686	-1	0,1318	2,9429	0,7032	2,2012
0	-0,0445	2,1117	-0,3591	-0,8028	0	0,1318	2,9429	0,6798	2,1323
+1	-0,0445	2,1117	-0,3651	-0,8155	+1	0,1318	2,9429	0,6258	1,9735
+2	-0,0445	2,1117	-0,3719	-0,8298	+2	0,1318	2,9429	0,5907	1,8701
+3	-0,0445	2,1117	-0,3695	-0,8249	+3	0,1318	2,9429	0,5623	1,7866
+4	-0,0445	2,1117	-0,3587	-0,8019	+4	0,1318	2,9429	0,5586	1,7757
+5	-0,0445	2,1117	-0,3533	-0,7905	+5	0,1318	2,9429	0,5261	1,6800

EKAD	α	β	Rmt	F (Rit)	TRST	α	β	Rmt	F (Rit)
-5	0,0937	3,7341	0,4143	1,6374	-5	0,0259	0,1897	-0,3311	-0,0369
-4	0,0937	3,7341	0,4249	1,6803	-4	0,0259	0,1897	-0,2956	-0,0301
-3	0,0937	3,7341	0,3470	1,3894	-3	0,0259	0,1897	-0,2808	-0,0273
-2	0,0937	3,7341	0,3310	1,3297	-2	0,0259	0,1897	-0,2876	-0,0286
-1	0,0937	3,7341	0,3272	1,3155	-1	0,0259	0,1897	-0,3106	-0,0330
0	0,0937	3,7341	0,3564	1,4245	0	0,0259	0,1897	-0,2898	-0,0290
+1	0,0937	3,7341	0,3050	1,2326	+1	0,0259	0,1897	-0,2687	-0,0250
+2	0,0937	3,7341	0,2272	0,9241	+2	0,0259	0,1897	-0,2795	-0,0271
+3	0,0937	3,7341	0,1855	0,7863	+3	0,0259	0,1897	-0,2595	-0,0233
+4	0,0937	3,7341	0,2353	0,9723	+4	0,0259	0,1897	-0,3098	-0,0328
+5	0,0937	3,7341	0,2770	1,1280	+5	0,0259	0,1897	-0,2939	-0,0298

Lampiran 8
Perhitungan Abnormal Return selama Periode Pengamatan
Masing-masing Perusahaan

ASDM	Rit	F (Rit)	A Rit	SMRA	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	0,2609	0,2791	-0,0182	-5	0,14	0,2930	-0,249
-4	0,2609	-0,2879	-0,0269	-4	0,1836	0,2930	-0,1094
-3	0,2609	-0,2715	-0,0106	-3	0,1836	0,2769	-0,0933
-2	0,2609	0,2795	-0,0186	-2	0,2128	0,2487	-0,0359
-1	0,2609	0,2494	-0,0115	-1	0,1875	0,2660	-0,0803
0	0,1304	0,1498	-0,0694	0	0,2340	0,2879	-0,0539
+1	0,1358	0,1255	-0,0103	+1	0,3829	0,2860	-0,0969
+2	0,1358	0,1255	-0,0103	+2	0,3478	0,2878	0,06
+3	0,1358	0,1252	-0,0106	+3	0,3636	0,2997	0,0639
+4	0,1358	0,1410	-0,0052	+4	0,4186	0,3162	0,1024
+5	0,1358	0,0715	-0,0643	+5	0,4523	0,3162	0,1361

MAMI	Rit	F (Rit)	A Rit	TMBN	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	0,7143	0,6253	0,089	-5	0,3261	0,1994	0,1267
-4	0,7143	0,6435	0,0708	-4	0,22	0,1784	0,0416
-3	0,75	0,6762	0,0738	-3	0,25	0,1913	0,0287
-2	0,75	0,6567	0,0933	-2	0,22	0,1913	0,0287
-1	0,7778	0,6933	0,0845	-1	0,22	0,2062	0,0138
0	0,5714	0,6567	-0,0853	0	0,22	0,2075	0,0125
+1	0,6428	0,5929	0,0499	+1	0,22	0,2164	0,0036
+2	0,6667	0,6323	0,0342	+2	0,2079	0,2287	-0,0208
+3	0,6667	0,6567	0,01	+3	0,1845	0,2075	-0,023
+4	0,6428	0,6773	-0,0345	+4	0,1730	0,2650	-0,092
+5	0,5714	0,6815	-0,1101	+5	0,1619	0,2585	-0,0966

MDLN	Rit	F (Rit)	A Rit	NISP	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	4,5	3,7905	0,7095	-5	-0,2857	-0,2344	-0,0513
-4	41,764	3,7524	0,424	-4	-0,2068	-0,1629	-0,0439
-3	4,5	3,6189	0,8811	-3	-0,2068	-0,1665	-0,0403
-2	4,5	3,839	0,661	-2	-0,2414	-0,1620	-0,0794
-1	4,5	3,4812	1,0188	-1	-0,2414	-0,1668	-0,0746
0	2,1428	3,3519	-1,2091	0	-0,2414	-0,1765	-0,0649
+1	2,1428	3,0892	-0,9464	+1	-0,1379	-0,1728	0,0386
+2	2,1428	3,1999	-1,0571	+2	-0,0689	-0,1681	0,0992
+3	2,1428	3,3097	1,1669	+3	-0,1379	-0,1649	0,027
+4	2,1428	3,5716	-1,4288	+4	-0,2414	-0,1398	-0,1016
+5	2,1428	3,6350	-1,4922	+5	-0,0345	-0,1616	0,1271

BDTA	Rit	F (Rit)	A Rit	DGSA	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	0,2381	0,1427	0,0954	-5	0,5219	0,6449	-0,1123
-4	0,1818	0,1490	0,0328	-4	0,4449	0,6373	-0,1924
-3	0,0833	0,1529	-0,0696	-3	0,5044	0,6452	-0,1408
-2	0,0833	0,1558	-0,0725	-2	0,5385	0,6263	-0,0878
-1	0,0833	0,1713	-0,088	-1	0,4634	0,6143	-0,1509
0	0,125	0,1703	-0,0453	0	0,4609	0,5942	-0,1333
+1	0,0833	0,1803	-0,097	+1	0,5484	0,5927	-0,0443
+2	0,0833	0,1812	-0,0979	+2	0,5645	0,5689	-0,0044
+3	0,0833	0,1873	0,2706	+3	0,6265	0,5894	0,0371
+4	0,0833	0,2030	0,2231	+4	0,5894	0,5995	-0,01
+5	0,1818	0,1914	-0,0096	+5	0,3852	0,6088	-0,2236

DPNS	Rit	F (Rit)	A Rit	MTDL	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	0,1667	0,5481	-0,3814	-5	-0,1	0,1345	-0,2345
-4	0,0434	0,5274	-0,484	-4	-0,1	0,1378	-0,2378
-3	-0,0833	0,5428	-0,6261	-3	0,0125	0,1476	-0,1351
-2	0,3809	0,5359	-0,155	-2	0,0125	0,1485	-0,136
-1	0,3809	0,5312	-0,1503	-1	0,0125	0,1533	-0,1408
0	0,5714	0,5314	0,04	0	0,0125	0,1555	-0,143
+1	0,3636	0,5270	-0,1639	+1	0,0125	0,1604	-0,1479
+2	0,4	0,0944	0,3056	+2	0,0526	0,1619	-0,1093
+3	0,6111	0,5297	0,0814	+3	0,0526	0,1619	-0,1093
+4	-0,5556	0,5330	0,0226	+4	0,0526	0,1567	-0,3693
+5	0,6111	0,5201	0,091	+5	0,0526	0,1561	-0,1035

TKGA	Rit	F (Rit)	A Rit	TMBN	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	-0,5	-0,5237	0,0237	-5	-0,3333	-0,1160	-0,2173
-4	-0,5	-0,5016	0,0016	-4	-0,2414	-0,1170	-0,1244
-3	-0,5	-0,5011	0,0011	-3	-0,3448	-0,1146	-0,2302
-2	-0,5	-0,5222	0,0222	-2	-0,25	-0,1171	-0,1329
-1	-0,5	-0,5332	0,0332	-1	-0,1428	-0,1110	-0,0318
0	-0,5	-0,5179	0,0179	0	-0,1481	-0,1017	0,666
+1	-0,5	-0,5116	0,0116	+1	-0,1851	-0,1006	-0,0845
+2	-0,5	-0,5185	0,0185	+2	-0,0769	-0,0981	0,0212
+3	-0,5	-0,5233	0,233	+3	-0,1538	-0,0991	-0,0547
+4	-0,5	-0,5274	0,0274	+4	-0,0416	-0,0997	0,0581
+5	-0,5	-0,5302	0,0302	+5	-0,0769	-0,1022	0,1791

ZBRA	Rit	F (Rit)	A Rit	DPNS	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	-0,8113	-0,8566	-1,6679	-5	1,1579	2,0405	-0,8826
-4	-0,8113	-0,8383	0,0271	-4	1,3158	2,0641	-1,7483
-3	-0,8113	-0,8075	-0,0038	-3	1,5263	1,9673	-0,4411
-2	-0,8113	-0,8051	-0,0062	-2	2,0526	1,9223	-0,1303
-1	-0,7169	-0,7686	0,0517	-1	1,8947	2,2012	-0,3065
0	-0,7169	-0,8028	0,0859	0	2,1111	2,1323	0,1376
+1	-0,7169	-0,8155	0,0986	+1	2,2222	1,9735	0,2485
+2	-0,7169	-0,8298	0,1129	+2	2,0526	1,8701	0,1825
+3	-0,7925	-0,8249	0,0324	+3	1,8947	1,7866	-0,1081
+4	-0,7925	-0,8019	0,0094	+4	1,8947	1,7757	0,119
+5	-0,7547	-0,7905	0,0358	+5	1,8421	1,6800	0,1621

EKAD	Rit	F (Rit)	A Rit	TRST	Rit	F (Rit)	A Rit
-5	1	1,6374	-0,6374	-5	-0,1290	-0,0369	-0,0921
-4	1	1,6803	-0,6803	-4	-0,0645	-0,0301	-0,0946
-3	1	1,3894	-0,3894	-3	-0,0666	-0,0273	0,0939
-2	1	1,3297	-0,3297	-2	-0,0345	-0,0286	0,0631
-1	1	1,3155	-0,3155	-1	-0,0357	-0,0330	-0,0027
0	1,0769	1,4245	-0,2326	0	-0,0357	-0,0290	-0,0095
+1	1	1,2326	-0,2326	+1	-0,0345	-0,0250	-0,0595
+2	1,4038	0,9241	0,4618	+2	-0,0346	-0,0271	-0,0074
+3	1,4231	0,7863	0,6368	+3	-0,0689	-0,0233	-0,0922
+4	1,4231	0,9723	0,4508	+4	-0,0357	-0,0328	-0,0029
+5	1,4807	1,1280	0,3527	+5	-0,0689	-0,0298	-0,039

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Dummy perubahan deviden saham, AFO ROI, AFO ROE, Size, Informasi Historis Deviden _ MVE/BE Market to Book of Equity Ratio		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: CAR Cummulative Abnormal Return

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.301 ^a	.091	-.364	.21999212

a. Predictors: (Constant), Dummy perubahan deviden saham, AFO ROI, AFO ROE, Size, Informasi Historis Deviden MVE/BE Market to Book of Equity Ratio

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.048	5	.010	.200	.955 ^a
	Residual	.484	10	.048		
	Total	.532	15			

a. Predictors: (Constant), Dummy perubahan deviden saham, AFO ROI, AFO ROE, Size, Informasi Historis Deviden _ MVE/BE Market to Book of Equity Ratio

b. Dependent Variable: CAR Cummulative Abnormal Return

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.048	.678			.071	.945
	Informasi Historis Deviden MVE/BE Market to Book of Equity Ratio	1.178E-10	.000	.089		.211	.837
	Size	-.002	.024	-.029		-.086	.933
	AFO ROI	4.935E-05	.000	.053		.157	.878
	AFO ROE	-1.677E-06	.000	-.079		-.252	.806
	Dummy perubahan deviden saham	.108	.131	.296		.824	.429

a. Dependent Variable: CAR Cummulative Abnormal Return

Factor Analysis

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy:			.591
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square		3.787
	df		6
	Sig.		.705

Communalities

	Initial	Extraction
MVE/BE Market to Book of Equity Ratio	1.000	.638
MVA/BVA Market to Book Assets Ratio	1.000	.322
CAP/MVA Capital Expecture to Market Value of Asset	1.000	.459
P/E Price for Earning	1.000	.225

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1.643	41.084	41.084	1.643	41.084	41.084
2	.992	24.792	65.876			
3	.777	19.430	85.305			
4	.588	14.695	100.000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix^a

	Component
	1
MVE/BE Market to Book of Equity Ratio	.798
MVA/BVA Market to Book Assets Ratio	.568
CAP/MVA Capital Expecture to Market Value of Asset	-.677
P/E Price for Earning	.474

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 1 components extracted.

Rotated Component Matrix^a

a. Only one component was extracted.
The solution cannot be rotated.