

**PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PEMBAYARAN DIVIDEN
NAIK DAN DIVIDEN TURUN TERHADAP REAKSI PEMEGANG
SAHAM PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK**

JAKARTA

SKRIPSI

ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna
memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi Manajemen,

Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia



oleh

Nama : Dony Wijayanto

Nomor Mahasiswa : 02311075

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2006

**PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PEMBAYARAN DIVIDEN
NAIK DAN DIVIDEN TURUN TERHADAP REAKSI PEMEGANG
SAHAM PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK**

JAKARTA

SKRIPSI

ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna
memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi Manajemen,

Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia



oleh

Nama : Dony Wijayanto

Nomor Mahasiswa : 02311075

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

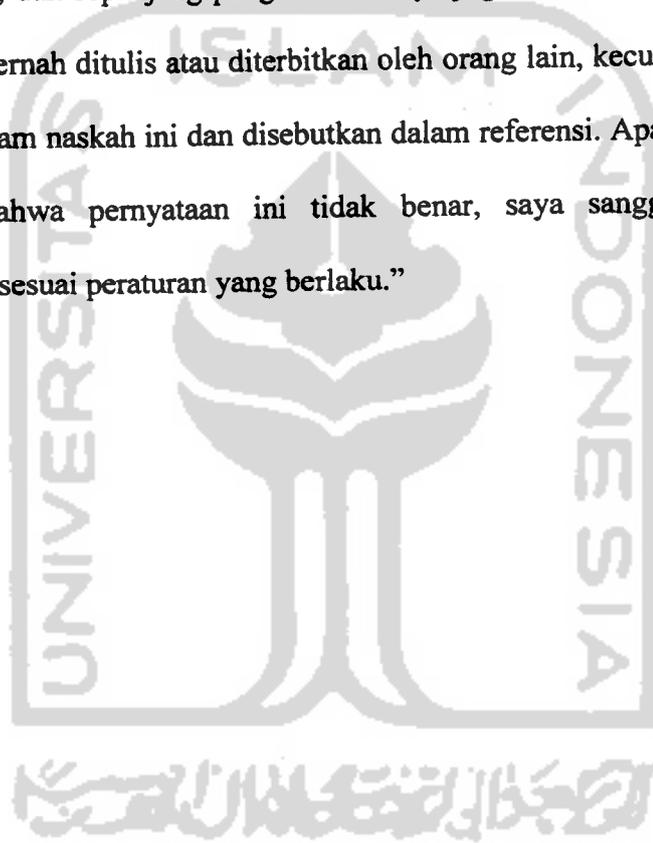
FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2006

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain 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. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi sesuai peraturan yang berlaku.”



Yogyakarta, 4 Mei 2006

Penulis,

Dony Wijayanto

**PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PEMBAYARAN DIVIDEN
NAIK DAN DIVIDEN TURUN TERHADAP REAKSI PEMEGANG
SAHAM PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
JAKARTA**



Nama : Dony Wijayanto

Nomor Mahasiswa : 02311075

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 4 Mei 2006

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Dra. Nurfauziah, MM.', written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Dra. Nurfauziah, MM.

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**Pengaruh Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen Naik Dan
Dividen Turun Terhadap Reaksi Pemegang Saham Pada Perusahaan
Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta**

Disusun Oleh: **DONY WIJAYANTO**
Nomor mahasiswa: 02311075

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

Penguji/Pemb. Skripsi: Dra. Nurfauziah, MM

Penguji : Dra. Sri Mulyati, M.Si



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia


Drs. Agnani Ishak, M.Bus, Ph.D

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji apakah para pemegang saham bereaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen yaitu dividen yang menurun dan dividen yang meningkat dalam hubungannya dengan return saham (apakah pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan return saham). Selain itu tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap besarnya abnormal return yang diperoleh pemegang saham disekitar pengumuman perubahan pembayaran dividen. Variabel spesifik perusahaan dalam penelitian adalah besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham dan ukuran perusahaan.

Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang membagikan Perubahan dividen naik atau dividen turun secara berturut-turut selama periode penelitian sehingga jumlah sampel yang digunakan sebanyak 52 perusahaan. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis one sampel t test serta analisis regresi linier berganda

Hasil dari pengujian menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen dan pemegang saham bereaksi negative terhadap pengumuman penurunan dividen di Bursa Efek Jakarta. Secara parsial saat periode penelitian menunjukkan bahwa perubahan pembayaran dividen berpengaruh positif secara signifikan terhadap abnormal return dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap abnormal return.

KATA PENGANTAR

Bismillaahirrahmaanirrahim

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Puji syukur ke hadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya. Shalawat serta salam semoga terlimpah kepada junjungan kita Nabi Besar Muhammad SAW yang telah menuntun kita dari jalan kegelapan penuh kejahilian menuju jalan yang terang penuh berkah. Dengan segala usaha, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PEMBAYARAN DIVIDEN NAIK DAN DIVIDEN TURUN TERHADAP REAKSI PEMEGANG SAHAM PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA”** sebagai syarat kelulusan Sarjana Strata-1 Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia.

Untuk itu penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Asmai Ishak, Drs. M.Bus., Ph.D, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
2. Ibu Dra. Nurfauziah, MM, selaku dosen pembimbing skripsi yang dengan penuh kesabaran membimbing dan mengarahkan hingga terselesaikannya skripsi ini.
3. Ayahanda Tuter Wijoyo dan Ibunda Nok Siti Solicha, serta adikku Dwi Wijayanti dan Tri Kusumawati yang selalu memberikan doa restu, semangat, serta kasih sayang kepadaku.

4. My motivation and my spirit, Reni Sri Hastuti, terima kasih atas perhatian, dukungan dan kesabaranmu dalam menghadapi suka dan duka bersamaku.
5. Mba Tatik dan Mba Erni yang telah membantu dalam pencarian data dan atas saran-saran yang telah diberikan.
6. Pak Rusmadji dan Pak Rusdiyanto yang telah memberikan kenyamanan di dalam kegiatan belajar di kos.
7. Sahabat ku yang selama setahun ini kos bersama Eko Purnomo dan Rendi Ariono.
8. Best friend yang selama kuliah baik suka maupun duka Andy Aulianugraha dan Bayu (Odie), aku tidak akan melupakan kalian.
9. Sahabat-sahabatku di Kelompok Study Pasar Modal (KSPM) dan Koperasi Mahasiswa (KOPMA), serta Radhit, Rahma, Lulu, Angga Tegal, Andrian (Om Ganteng), Boss Aan, Iwan dan Zulfan yang selalu mendukung dan memberikan semangat untukku, dan semua pihak yang tidak bisa disebutkan satu per satu.

Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa skripsi ini masih jauh dari yang diharapkan pembaca. Maka dari itu, kritik dan saran sangat penulis harapkan demi kesempurnaan skripsi ini.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Yogyakarta, 4 Mei 2006

Dony Wijayanto

HALAMAN PERSEMBAHAN

Kupersembahkan karya ini untuk mereka yang mencintai dan berjasa dalam
hidupku :

Ayahanda Tuter Wijoyo dan Ibunda Nok Siti Solicha,

serta adikku Dwi Wijayanti dan Tri Kusumawati

Terima kasih atas segalanya, untuk semua limpahan cinta dan kasih sayang,

serta doa yang senantiasa menyertai langkahku

yang tak mungkin dapat terbalas dan kulupakan.

Teman dalam suka dan duka

My motivation and my spirit

Fitri....(Akt 04)



HALAMAN MOTTO

Dunia ini bukan negeri yang kekal. Yang mengharuskan manusia menumpukan segala perhatian kepadanya. Dunia adalah tempat ujian, tempat berbuat kebajikan, sedangkan akhirat adalah tempat menuai hasil.

Hidup ini akan terus berjalan dan perjalanan hidup kita merupakan coretan sejarah yang akan kita pertanggung jawabkan kepada Tuhan Yang Maha Esa.

Allah mengangkat orang-orang beriman dari golongan mud an juga orang-orang yang dikaruniai ilmu pengetahuan hingga beberapa derajat.

(Q.S. Al-Mujadilah; 58:11)

Sungguh, seseorang hanya akan meraih ilmu jika memiliki enam hal: kecerdasan, semangat, ketabahan, bekal, bimbingan guru dan proses yang terus tiada henti.

(Syair yang konon dibuat oleh sahabat Ali r.a.)

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme	ii
Halaman Pengesahan Skripsi	iii
Halaman Pengesahan Ujian.....	iv
Abstrak	v
Kata Pengantar	vi
Halaman Persembahan	vii
Halaman Motto.....	viii
Daftar Isi.....	xi
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Grafik	xiv
Daftar Lampiran	xv
BAB I Pendahuluan.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Batasan Masalah.....	5
1.4 Tujuan Penelitian.....	6
1.5 Manfaat Penelitian.....	6
BAB II Kajian Pustaka	7
2.1 Hasil Penelitian Terdahulu	7
2.2 Landasan Teori	13
2.2.1 Dividend Signaling Theori	13

2.2.2 Signaling Model	14
2.2.3 Kebijakan Dividen an Kemakmuran Pemegang Saham	15
2.2.4 Abnormal Return	21
2.2.5 Bias Beta dan Metode Bias Beta	22
2.2.6 Ukuran Perusahaan	26
2.3 Formulasi Hipotesis Penelitian	26
BAB III Metode Penelitian	30
3.1 Obyek Penelitian	30
3.2 Populasi dan Sampel	30
3.3 Variabel Penelitian	32
3.4 Definisi Operasional Variabel	33
3.5 Metode Pengumpulan Data	35
3.6 Data dan Teknik Pengumpulan Data	35
3.6.1. Data	35
3.6.2. Cara Pengumpulan Data	36
3.7 Penentuan Periode Pengamatan dan Periode Estimasi	36
3.8 Metode Analisis Data	37
3.9 Pengujian Hipotesis	46
BAB IV Analisis dan Pembahasan	49
4.1 Analisis Deskriptif	50
4.2 Analisis Inferensial	53
4.2.1 Pengujian Terhadap Abnormal Return	53
4.2.1.1 Pengujian Hipoteisis Pertama	53
4.2.1.2 Pengujian Hipoteisi ke dua	58
4.2.2. Analisis Regresi Linear Berganda	62
4.2.2.1 Pengujian Asumsi Klasik	65
4.2.2.1.1 Uji Multi Kolinieritas	65
4.2.2.1.2 Uji Auto Korelasi	66
4.2.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas	67
4.3 Pengujian Hipotesis	68
4.3.1 Hasil Uji Regresi Serentak	68

4.3.2 Hasil Uji Regresi Parsial	70
BAB V Kesimpulan dan Saran.....	76
5.1 Kesimpulan.....	74
5.2 Saran.....	79
Daftar Pustaka.....	80
Lampiran	81



DAFTAR TABEL

Tabel 3.1: Proses Pemilihan Sampel	31
Tabel 4.1 :Hasil Mean dan Standar Deviasi dari variable-variabel penelitian.....	50
Tabel 4.2 :AAR dan CAARKelompok Dengan Dividen Meningkat Tahun 2003- 2004.....	54
Tabel 4.3 : AAR dan CAAR Kelompok Saham Dengan Dividen Menurun Tahun 2003-2004.....	58
Tabel 4.4 : Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Variabel Bebas Terhadap <i>Abnormal Return</i>	63
Tabel 4.5 : Hasil Perhitungan Multikolinieritas	65
Tabel 4.6 : Pengukuran Autokorelasi	66
Tabel 4.7 : Hasil <i>Glejser</i>	67
Tabel 4.8 : Hasil Uji Anova	68
Tabel 4.9 : Nilai dari Koefisien Determinasi, Koefisien Korelasi, dan Standar Error of Estimate dari Hasil Analisa Regresi	69

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 : Periode Penelitian..... 46



DAFTAR GRAFIK

- 4.1. Grafik AAR dan CAAR Kelompok Saham Dengan Dividen Meningkat. 56
- 4.2. Grafik AAR dan CAAR Kelompok Saham Dengan Dividen Menurun ... 60



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.1 : Daftar Nama Perusahaan Dan Tanggal Publikasi Kenaikan Dividen..	81
Lampiran 1.2 : Daftar Nama Perusahaan Dan Tanggal Publikasi Penurunan Dividen ..	82
Lampiran 2.1 : Perhitungan Perubahan DPS untuk Kelompok Kenaikan Dividen...	83
Lampiran 2.2 : Perhitungan Perubahan DPS untuk Kelompok Penurunan Dividen.....	84
Lampiran 3.1 : Data Abnormal Return Kelompok Kenaikan Dividen.....	85
Lampiran 3.2 : Data Abnormal Return Kelompok Penurunan Dividen.....	86
Lampiran 4.1 : Perhitungan Size Untuk Kelompok Kenaikan Dividen	87
Lampiran 4.2 : Perhitungan Size Untuk Kelompok Penurunan Dividen	88
Lampiran 5.1 : T-test (kelompok Kenaikan Dividen)	89
Lampiran 5.2 : T-test (kelompok Penurunan Dividen)	90
Lampiran 6 : Regression	91
Lampiran 7 : Uji Multikolinieritas	94
Lampiran 8 : Uji Autokorelasi.....	95
Lampiran 9 : Uji Heteroskedastisitas	96
Lampiran 10 : Tabel Durbin-Watson Statistic: 5 Percent Significant Points of dL and dU	97

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 LATAR BELAKANG MASALAH

Tujuan investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan dari dana yang diinvestasikan. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*. Dividen adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh karena harga jual saham lebih tinggi dari pada harga belinya, pendapatan ini baru diperoleh jika saham dijual. Bagi investor yang bertujuan mendapatkan *capital gains* juga memerlukan informasi tentang dividen, karena dividen merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi harga saham. Oleh karena itu, perusahaan yang sudah *go public* mempunyai kewajiban untuk memberikan informasi mengenai kinerjanya kepada investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibayarkan.

Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku para investor. Investor sekarang ini lebih menyukai dividen yang tinggi sehingga mengakibatkan rendahnya laba yang ditahan. Hal ini disebabkan para investor menganggap bahwa jumlah tertentu yang diterima sekarang lebih berharga jika dibandingkan dengan *capital gain* yang akan didapat dikemudian hari.

Ditinjau dari sudut perusahaan, kebijakan pembagian dividen kepada pemegang saham merupakan hasil pertimbangan yang tidak mudah, karena:

1) dividen yang relative kecil merupakan penyesihan laba ditahan yang relative besar untuk memperkuat posisi perusahaan, 2) jika dividen tidak dibagikan, investasi saham dapat menjadi tidak menarik lagi khususnya bagi investor jangka panjang. Oleh karena itu, kebijakan pembagian dividen menetapkan besar keuntungan yang dibagikan sebagai dividen dan besar laba yang dibagikan.

Dalam kebijakan dividen terlibat dua pihak yang berkepentingan yang saling bertentangan, yaitu kepentingan pemegang saham atas dividennya dan kepentingan perusahaan atas retained earning yang akan digunakan untuk menginvestasikan kembali. Untuk itu perlu kebijakan dividen yang memenuhi harapan pemodal untuk mendapatkan dividen, dimana pada saat yang sama tidak menghambat pertumbuhan perusahaan.

Pengumuman perubahan dividen tunai dan dividen *yield* diharapkan menimbulkan reaksi harga saham, karena dengan adanya reaksi berarti pengumuman tersebut dianggap mempeunyai kandungan informasi. Reaksi harga saham ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang bersangkutan. Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan *return* saham sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya dengan *return ekspektasi* (ekpected return). Ada beberapa model yang bisa digunakan untuk mengestimasi *return ekspektasi* yaitu: *mean – adjusted*

model, *market model* dan *market - adjusted model* (Hartono, 2000). Apabila *Abnormal Return* digunakan sebagai pengukur reaksi harga saham, maka pengumuman perubahan dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi bila memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada pasar. Sebaliknya, pengumuman perubahan dividen dikatakan tidak mempunyai kandungan informasi bila tidak memberikan *abnormal return* yang tidak signifikan kepada pasar.

Dividen signaling model yang dikemukakan oleh Bhatthacharya yang dikutip oleh Srimulyati (2003) merupakan salah satu model yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham. Model ini menjelaskan bahwa informasi tentang perubahan yang dibayarkan, digunakan oleh investor sebagai signal tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini disebabkan karena adanya *asymmetric information* antara menejer dengan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai indicator tentang prospek perusahaan. Peningkatan dividen yang dibayarkan dianggap sebagai signal yang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif, sebaliknya penurunan dividen yang dibayarkan dianggap sebagai signal bahwa prospek perusahaan kurang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negative.

Hingga saat ini, perkembangan perusahaan yang telah go public di Indonesia menunjukkan kemajuan yang pesat. Hal ini terlihat dari semakin

banyaknya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan latar belakang yang beragam.

Sehubungan dengan hal tersebut di atas, peneliti terdorong untuk meneliti kembali mengenai kandungan informasi dividen dikarenakan bukti empiris yang masih tidak konsisten. Seperti Kartini (2001), Peneliti menggunakan model ekspektasi beta yang sudah dikoreksi dengan model Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag* untuk pasar modal di BEJ. Berbeda dengan Kartini (2001), penelitian ini menggunakan data tahun 2003-2004. sehingga penelitian ini diberi judul: **“PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PEMBAYARAN DIVIDEN NAIK DAN DIVIDEN TURUN TERHADAP REAKSI PEMEGANG SAHAM PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA”**.

Sebelum masuk pada perumusan masalah terlebih dahulu penulis menjelaskan bahwa skripsi ini merupakan replikasi dalam penelitian terdahulu. Penelitian yang berkaitan dengan pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman dividen biasanya dikaitkan juga dengan pengujian pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap besar kecilnya reaksi pasar (*abnormal return*) sebagai proksi bagi kandungan informasi. Dalam penelitian ini, variabel spesifik perusahaan dibatasi atas besarnya perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan. Hal ini disebabkan karena besarnya perubahan pembayaran dividen telah diteliti sebagai penyebab munculnya *abnormal return*.

1.2 RUMUSAN MASALAH

Yang menjadi pertanyaan utama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana reaksi pemegang saham terhadap pengumuman kenaikan atau penurunan pembayaran dividen?
2. Bagaimana pengaruh variabel spesifik perusahaan (besarnya perubahan dividen yang dibayarkan dan ukuran perusahaan) terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen?

1.3 BATASAN MASALAH DAN ASUMSI

Dalam penelitian ini, variabel spesifik perusahaan dibatasi atas besarnya perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan. Hal ini disebabkan karena besarnya perubahan pembayaran dividen telah diteliti sebagai penyebab munculnya *abnormal return*. Ghosh & Woolridge (1988) menggunakan variabel besarnya perubahan dividen sebagai proxy bagi kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri dengan asumsi semakin besar perubahan dividen semakin besar pula kandungan informasi yang diterima investor. Reaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diduga juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Menurut Ghosh & Woolridge (1988) seperti yang dikutip Kartini (2001), perusahaan kecil biasanya lebih sedikit mengeluarkan informasi dari

pada perusahaan besar, akibatnya informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil lebih menarik investor yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham.

1.4 TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah

1. Untuk menguji reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen
2. Untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan (besarnya perubahan dividen yang dibayarkan, dan ukuran perusahaan) terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

1.5 MANFAAT PENELITIAN

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah

1. Memberikan bukti empiris mengenai kandungan informasi dividen.
2. Memberikan sumbangan pikiran mengenai dampak pengumuman dividen terhadap *return* saham dan aktivitas perdagangan di pasar modal Indonesia.
3. Memberikan bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan dividen.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai kandungan informasi dividen telah banyak dilakukan, namun begitu hasilnya tidak konsisten. Aharony dan Swary (1980) mengamati apakah pengumuman dividen memberikan informasi lebih diluar yang terkandung dalam pengumuman *earning*. Riset yang dilakukan menggunakan model ekspektasi dividen sederhana (*naive model*) dan model ekspektasi Lintner yang dikembangkan. Dalam penelitiannya, sampel yang mengandung pengumuman laba di sekitar 10 hari pengumuman dividen tidak digunakan. Hal ini dilakukan untuk melihat dampak murni pengumuman dividen tanpa pengaruh dampak pengumuman laba. Sampel penelitiannya adalah dividen kuartalan yang meliputi 194 perusahaan industri yang tercatat di NYSE pada periode 1963-1976. Dengan menggunakan index pasar S & P, penelitian menghitung *abnormal return* selama 10 hari di sekitar tanggal pengumuman dividen. Tujuan dari penelitian tersebut yaitu untuk menguji hipotesis *information content* dan efisiensi pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tetap menghasilkan *return* yang relatif tetap baik dalam *contemporaneous* maupun *noncontemporaneous announcement*. Sementara pengumuman kenaikan dividen memberikan *return* positif dan penurunan dividen memberikan *return* negatif dan keduanya signifikan. Mereka menemukan bahwa pasar bereaksi dalam interval waktu 2 hari saja, yaitu sehari sebelum pengumuman dan sehari sesudah pengumuman. Hasil ini menunjukkan bahwa dividen mengandung informasi dan

pasar sudah cukup efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap informasi dividen ini, karena pasar menyerap informasi tersebut dengan cepat. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perubahan kebijakan pembayaran dividen tunai kuartalan yang diumumkan terpisah dari pengumuman *earning* memberikan informasi yang bermanfaat melebihi informasi yang diberikan oleh pengumuman *earning* kuartalan pada periode yang sama.

Soetjipto (1996) yang dikutip oleh Agus Prasetyono (2004) melakukan pengujian kandungan informasi dividen pada tahun 1995 dengan sampel 40 perusahaan yang ada di BEJ dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham di sekitar pengumuman dividen. Model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang belum dikoreksi. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham di seputar pengumuman dividen.

Suparmono (2000) yang dikutip oleh Agus Prasetyono (2004) melakukan pengujian terhadap kandungan informasi dividen periode 1991-1998 di BEJ dengan sampel 182 dividen naik dan 158 dividen turun dengan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman dividen. Dalam penelitiannya model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected*

return adalah beta yang belum dikoreksi (OLS). Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah bahwa pengumuman dividen berpengaruh yang signifikan secara positif terhadap *abnormal return* di seputar pengumuman dividen baik dividen naik maupun dividen turun.

Kartini (2001) meneliti mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen di BEJ dengan sampel 25 dividen yang naik dan 25 dividen yang turun, dengan menggunakan data harga saham harian dan IHSG harian. Penelitian ini bertujuan menguji reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen dan menguji pengaruh besarnya perubahan dividen yang dibayar dan ukuran perusahaan terhadap *abnormal return*. Model yang digunakan untuk menghitung besarnya *expected return* adalah *market model*, sedangkan beta yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah beta yang sudah dikoreksi dengan metode koreksi Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag*. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang menyatakan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang naik maupun dividen yang turun. Hasil penelitian juga menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan (*size*) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap besarnya *abnormal return*.

Sri Mulyati (2003) meneliti mengenai reaksi harga saham terhadap perubahan dividen tunai dan dividen *yield* di BEJ dengan sampel 52 saham perusahaan yang terdiri dari 27 perusahaan yang membayar dividen naik dan 25 perusahaan yang membayar dividen turun, dengan menggunakan data harga

saham harian. Penelitian ini bertujuan menguji apakah reaksi harga saham disebabkan oleh pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dan menguji pengaruh dividen *yield* terhadap reaksi harga saham. Model yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* adalah dengan menggunakan model *cross sectional regression* antara *standardized cumulative abnormal return* dengan dividen *yield*. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian tersebut bahwa pengumuman perubahan dividen tunai mengandung informasi. Hasil penelitian juga menemukan bahwa reaksi harga saham tidak dipengaruhi oleh dividen *yield*.

Agus Prasetyono (2004) meneliti mengenai pengaruh pengumuman perubahan pembayaran dividen terhadap reaksi pemegang saham di bursa efek Jakarta periode 2002-2003 dengan sampel 34 dividen naik dan 34 dividen turun dengan menggunakan data Tanggal publikasi pengumuman perubahan pembayaran dividen periode tahun 2002 – 2003. Data yang dipakai didalam penelitiannya yaitu :data IHSG harian untuk periode tahun 2002 sampai 2003, data beta koreksi harian tiap perusahaan secara individual dengan metode Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag*, data dividen tiap lembar saham untuk periode tahun 2000 sampai tahun 2003, jumlah saham yang beredar pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman dividen dan harga saham pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman pembayaran dividen. Penelitian ini menggunakan event periode dengan 5 hari sebelum tanggal pengumuman dan 5 hari setelah tanggal pengumuman dividen. Dengan menggunakan sampel seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2003. Penelitian ini bertujuan

terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2003. Penelitian ini bertujuan menguji apakah para pemegang saham bereaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen yaitu dividen yang menurun dan dividen yang meningkat dalam hubungannya dengan *return* saham. Selain itu tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap besarnya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham disekitar pengumuman perubahan pembayaran dividen. Dalam penelitiannya model *expected return* yang digunakan adalah *market model* dengan beta koreksi. Sedangkan untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham peneliti menggunakan model regresi dan pengujian hipotesisnya menggunakan uji-t. Hasil pengujian terhadap hipotesis kandungan informasi dividen baik dividen yang meningkat maupun dividen yang menurun menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen dan pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen. Hasil pengujian terhadap pengaruh variabel spesifik perusahaan (besarnya perubahan dividen yang dibayarkan dan ukuran perusahaan) terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham di sekitar pengumuman perubahan pembayaran dividen diperoleh:

1. Pengujian secara parsial

Dari perhitungan melalui uji t, dapat disimpulkan bahwa :

- a. Besarnya perubahan dividen

Bahwa kecilnya persentase perubahan dividen itu sendiri mungkin menjadi penyebab mengapa variabel besarnya perubahan dividen yang dibayarkan

kepada pemegang saham tidak signifikan mempengaruhi *abnormal return* yang diterima pemegang saham di sekitar hari pengumuman perubahan pembayaran dividen.

b. Ukuran perusahaan (*Size*)

Bahwa semakin kecil ukuran perusahaan semakin besar reaksi investor.

2. Pengujian secara serempak

Dari perhitungan melalui uji F, dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama, variabel independen yang meliputi besarnya perubahan dividen dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham. Karena mempunyai nilai *P-value* nilai F sebesar (1,762) lebih besar dari α (0,05). Nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* sebesar 0,022. Nilai *Adjusted R²* menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variasi total variabel dependen. Jadi dari nilai *Adjusted R²* dari model regresi ini, berarti bahwa besar kecilnya reaksi pasar yang dipengaruhi oleh variabel besarnya perubahan dividen dan ukuran perusahaan hanya sebesar 2,2%, sedangkan sisanya 97,8% dipengaruhi oleh faktor-faktor yang lain (diluar persamaan regresi). Hal ini menunjukkan bahwa masih banyaknya faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *abnormal return* (reaksi pasar) selain dari variabel besarnya perubahan dividen dan ukuran perusahaan (*size*).

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Dividend Signaling Theory

Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen sebagai sebuah sinyal. Dalam penelitian ini penulis mendasarkan pada *dividend signaling theory*, karena teori ini relevan untuk dijadikan kerangka teori dalam penelitian kandungan informasi dividen. *Dividend signaling theory* merupakan teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi yang penting yang mampu mempengaruhi *return* saham (Battacharya, 1979) yang dikutip oleh Agus Prasetyono (2004). Teori ini menyatakan bahwa dividen membawa sinyal yang berarti, yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham.

Terdapat dua asumsi yang mendasari *dividend signaling theory*. Pertama, manajemen merasa enggan untuk merubah kebijakannya. Karena itu, apabila terjadi kenaikan pembagian dividen 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 asymmetry* di antara manajer dan investor.

Ross (1977) yang dikutip oleh Kartini (2001) menunjukkan bahwa manajer perusahaan sebagai pihak yang memiliki informasi yang lebih mendalam

mengenai kondisi intern perusahaan sering menggunakan dividen sebagai sinyal untuk menunjukkan pada pasar mengenai nilai dan prospek perusahaan di masa mendatang. Selanjutnya Ross (1977) menyatakan ada empat syarat penting yang perlu diperhatikan dalam optimalisasi kebijakan dividen sebagai sinyal yaitu: 1) Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk, 2) sinyal dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah untuk diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses, 3) sinyal itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya dividen yang tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa mendatang), 4) Tidak ada cara menekan biaya yang relative lebih efektif untuk mengirimkan sinyal yang sama.

2.2.2 Signaling Model

Zaenal Arifin (2005) menyatakan bahwa, model signaling dibangun sebagai upaya memaksimalkan nilai perusahaan lewat pembayaran dividen dengan asumsi ada asymmetric information antara manajer dan pemegang saham. Model ini muncul berdasarkan pada asumsi bahwa manajer perusahaan yang prospek keuangannya benar-benar bagus tidak dapat menyampaikan informasi yang handal kepada uninformed investors dengan 'tanpa biaya', karena penyampaian informasi tanpa biaya dari perusahaan bagus akan dapat ditiru oleh perusahaan yang prospeknya tidak bagus. Karena investor mengetahui bahwa perusahaan yang tidak bagus akan terdorong untuk menyampaikan informasi sebagaimana yang disampaikan oleh perusahaan yang berprospek bagus maka investor akan

bersikap tidak mempercayai pengumuman-pengumuman tentang prospek perusahaan, akibatnya semua perusahaan akan sama prospeknya dimata investor, tidak ada yang lebih bagus dibandingkan dengan yang lainnya.

2.2.3 Kebijakan Dividen dan Kemakmuran Pemegang Saham

Ada dua alternatif penting dalam keputusan manajemen untuk menentukan pembagian laba, yaitu: apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana untuk investasi kembali perusahaan, sedangkan dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka total sumber dana intern akan berkurang. Sebaliknya apabila perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern semakin besar. Kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen perusahaan. Weston & Copeland (1997) seperti yang dikutip oleh Agus Prasetyono (2004) memberikan beberapa pertimbangan bagi perusahaan dalam melakukan kebijakan dividen yaitu:

1. Adanya undang-undang tentang kebijakan dividen.

Undang-undang tentang kebijakan dividen secara umum memberikan ketentuan yang mengatur bahwa pembayaran dividen harus dibayar dari laba, baik laba yang berjalan maupun laba tahun lalu yang ada pada pos laba ditahan di neraca. Hal penting lainnya adalah adanya larangan pembagian

dividen dengan mengurangi modal. Larangan ini merupakan isyarat untuk melindungi kepentingan pemberi modal.

2. Likuiditas perusahaan.

Posisi likuiditas perusahaan sangat mempengaruhi kebijakan dividen. Perusahaan yang sedang mengalami kesulitan likuiditas tidak dapat membayar dividen secara tunai. Perusahaan yang sedang mengalami kepailitan tidak mungkin akan membagikan dividen. Demikian pula perusahaan yang baru melakukan ekspansi kemungkinan besar memiliki tingkat likuiditas yang rendah sehingga tidak akan membagikan dividen.

3. Kebutuhan untuk pelunasan hutang.

Kebijakan dividen terkait dengan masalah pelunasan hutang perusahaan. Apabila manajemen memutuskan untuk melunasi hutang yang jatuh tempo maka perusahaan perlu menahan laba, sehingga perusahaan tidak akan membagikan dividen bagi pemegang saham.

4. Pembatasan dalam perjanjian hutang

Dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah perjanjian hutang (jadi dividen tidak dapat dibayar dari laba tahun-tahun lalu). Dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada dibawah suatu jumlah yang telah ditentukan.

5. Tingkat ekspansi aktiva.

Posisi perusahaan yang mengalami pertumbuhan akan semakin membutuhkan dana yang semakin besar untuk membiayai ekspansi aktiva. Apabila

kebutuhan dana di masa mendatang semakin besar maka perusahaan akan melakukan penahanan laba daripada membayarkannya sebagai dividen. Alternatif lain apabila perusahaan ingin mencari sumber pendanaan lain untuk ekspansi adalah dari pemegang saham saat ini.

6. Tingkat Laba

Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas laba.

Stabilitas laba perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya pembayaran dividen kepada pemegang saham. Perusahaan yang stabil dan mampu memprediksi adanya laba di tahun-tahun mendatang, berani mengumumkan tingkat dividen yang tinggi ataupun stabil. Hal ini disebabkan perusahaan tersebut mempunyai tingkat kepastian yang tinggi dalam perolehan laba yang besar. Dengan demikian perusahaan tersebut mempunyai tingkat persentase yang tinggi dan membagikan laba jika dibandingkan dengan perusahaan yang labanya berfluktuasi. Hal ini disebabkan perusahaan yang tidak stabil dalam perolehan laba mempunyai kecenderungan untuk menahan laba dalam jumlah yang tinggi daripada membayarkannya sebagai dividen.

8. Akses ke pasar modal.

Sebuah perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik mempunyai akses yang mudah ke pasar modal. Perusahaan yang sudah mapan cenderung

memberikan tingkat dividen yang tinggi daripada perusahaan yang baru berdiri.

9. Kendali perusahaan.

Kendali perusahaan dapat dipengaruhi oleh sumber-sumber pembiayaan alternatif lain. Sumber pembiayaan yang berasal dari hutang mempunyai resiko naik turunnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Pembiayaan dengan mengeluarkan saham baru dapat mengurangi kelompok dominan dalam perusahaan tersebut. Dengan mengetahui konsekuensi penggunaan sumber-sumber tersebut maka perusahaan sering memilih menggunakan sumber internal sebagai sumber pembiayaan dalam investasi. Akibatnya penggunaan dana internal tersebut perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah.

10. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak.

Posisi pemegang saham sebagai pemilik perusahaan mempengaruhi kebijakan pembagian dividen. Dalam perusahaan besar sering terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi dan pemegang saham dengan pajak yang rendah. Golongan pemegang saham yang terkena tarif pajak yang rendah menginginkan pembayaran dividen yang tinggi, sementara golongan pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi menginginkan pembayaran dividen yang rendah. Dengan adanya konflik semacam ini perusahaan dapat menjalankan kebijakan dividen dengan cara kompromi antara kedua golongan tersebut.

11. Pajak atas laba yang diakumulasikan secara salah

Untuk mencegah pemegang saham hanya menggunakan perusahaan yang dapat digunakan untuk menghindari tarif penghasilan yang tinggi, peraturan perpajakan perusahaan menentukan suatu pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang diakumulasikan secara tidak benar.

Modigliani & Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada kemakmuran pemegang saham, 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 dividen 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 dividen dalam bentuk kas.

Dalam kenyataan sering terjadi bahwa pembayaran dividen akan diikuti dengan kenaikan harga saham dan penurunan dividen diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gains*. Modigliani & Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) menyatakan bahwa perusahaan cenderung enggan untuk menurunkan tingkat pembayaran dividen. Perusahaan hanya akan meningkatkan pembayaran dividen apabila prospek keuntungan di masa mendatang lebih baik. Lebih lanjut Modigliani & Miller (1961), Brigham (1995) menyatakan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen tidak

berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan *capital gains*. Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti pengumuman perubahan pembayaran dividen semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman pembayaran dividen.

Asquith & Mullins (1983) yang dikutip oleh Kartini (2001) memperoleh bukti adanya *excess return* yang positif dan cukup kuat. *Excess return* yang positif berhubungan dengan besarnya jumlah dividen awal yang dibayarkan. Sehubungan dengan hal tersebut maka peningkatan dividen yang dibayarkan untuk periode selanjutnya akan memberikan pengaruh yang positif yang besar pada kemakmuran pemegang saham.

Menurut Asquith & Mullins (1983) yang dikutip oleh Kartini (2001) adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan oleh adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan di masa mendatang. Hal ini sesuai dengan bukti empiris pada penelitian sebelumnya mengenai kebijakan pembayaran dividen yang dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) dengan model *asymmetry information* mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen karena dividen dianggap sebagai *transmitter of information* dan memberikan sinyal kinerja perusahaan saat ini dan prospeknya di masa mendatang. Bukti yang sama juga dikemukakan oleh Miller & Rock (1982) yang menyatakan bahwa adanya *asymmetry information* antara investor dan manajemen karena perubahan pembayaran dividen akan berdampak pada reaksi harga saham di pasar. Miller & Rock (1982) juga mengemukakan bahwa dividen yang tidak diantisipasi

(*unanticipated dividend*) memberikan sinyal perubahan *earning* dan *cash flow*. Perusahaan membayarkan dividen untuk menyampaikan informasi kepada investor, dengan biaya yang lebih murah dan kredibel.

2.2.4 Abnormal Return

Ada tidaknya kandungan informasi pada pengumuman dividen dapat dilihat dari adanya *abnormal return*. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor, sehingga dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan oleh investor (*expected return*).

Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengukur *abnormal return*, yaitu: (Hartono, 2000) yang oleh dikutip oleh Agus Setyono (2004)

1. Model disesuaikan rata-rata (*Mean Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Menggunakan model ini, *return* ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian *return* realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi; periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk dapat data harian dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

2. Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan, yaitu; (1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* suatu ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*)

3. Model disesuaikan Pasar (*Market-Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk estimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* index pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* index pasar.

2.2.5 Bias Beta dan Metode Bias Beta

Hartono (2000) mengemukakan bahwa estimasi beta dengan menggunakan model estimasi OLS pada dasarnya mengandung kelemahan karena bisa menimbulkan beta yang bias. Arif & Johnson (1990) seperti yang dikutip Hartono & Suriyanto (1999) menyatakan bahwa permasalahan beta yang bias banyak terjadi pada estimasi beta saham-saham di pasar modal yang tipis. Fenomena pasar yang tipis biasanya identik dengan munculnya perdagangan yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*) yang disebabkan oleh perdagangan saham yang jarang terjadi (Hartono, 2000).

Perdagangan yang tidak sinkron biasanya terjadi di pasar modal yang sedang berkembang. Fenomena ini juga terjadi pada pasar modal Indonesia, yaitu di Bursa Efek Jakarta (Hartono, 2000).

Kondisi perdagangan yang jarang terjadi selanjutnya akan memunculkan permasalahan *non-synchronous trading* dalam pengestimasi beta. Menurut Ariff & Johson (1990), permasalahan *non-synchronous trading* terjadi ketika indeks pasar pada waktu t , disusun dari harga penutupan (*closing price*) saham yang tidak sinkron pada saat t tersebut. Semakin besar tingkat ketipisan suatu pasar (*the degree of thinly market*), semakin besar tingkat bias yang muncul (Dimson, 1979; Dimson & Marsh, 1983; dan Ariff & Johson, 1990 seperti yang dikutip dalam Hartono, 2000).

Beberapa metode dapat digunakan untuk mengoreksi bias yang terjadi untuk beta sekuritas akibat perdagangan tidak sinkron. Metode-metode ini diantaranya adalah (Hartono, 2000)

1. Metode Koreksi Scholes dan William

Fenomena pasar tipis (*thin market*) yang menimbulkan permasalahan bias beta sebagai akibat *non-synchronous trading* dan *thin trading* mendorong dikembangkannya berbagai metode untuk mengoreksi dan meminimalkan bias beta. Scholes & William (1977) mengemukakan suatu model koreksi beta dengan cara melakukan beberapa kali regresi untuk mendapatkan beta dengan beberapa *lead* dan *lag*. Rumus untuk menghitung beta koreksi Scholes & William adalah sebagai berikut:

beta yang dikemukakan oleh Dimson (1979). Penjumlahan koefisien-koefisien regresi untuk mengoreksi bias beta tanpa mengalihkan terlebih dahulu dengan bobot masing-masing (seperti yang digunakan dalam metode Dimson), tetap akan menghasilkan bias beta. Oleh karena itu, perhitungan beta saham yang telah dikoreksi dengan metode dikoreksi dengan metode Fowler & Rorke merupakan penjumlahan dari hasil perkalian antara sebuah koefisien regresi dengan bobotnya masing-masing.

Rumus untuk menghitung beta dalam metode Fowler & Rorke, misalnya untuk empat *lead* dan empat *lag*, adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i^{-4}R_{mt-4} + \beta_i^{-3}R_{mt-3} + \beta_i^{-2}R_{mt-2} + \beta_i^{-1}R_{mt-1} + \beta_i^0R_{mt} + \beta_i^{+1}R_{mt+1} + \beta_i^{+2}R_{mt+2} + \beta_i^{+3}R_{mt+3} + \beta_i^{+4}R_{mt+4} + e_{it}$$

$$\beta_i = w_4\beta_i^{-4} + w_3\beta_i^{-3} + w_2\beta_i^{-2} + w_1\beta_i^{-1} + \beta_i^0 + w_1\beta_i^{+1} + w_2\beta_i^{+2} + w_3\beta_i^{+3} + w_4\beta_i^{+4}$$

Sedangkan bobot yang digunakan untuk mengalihkan koefisien-koefisien regresi sebanyak n-periode dari rumus sebagai berikut:

$$W_1 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_2 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_3 = \frac{1 + 2\rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_4 = \frac{1 + \rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

Besarnya ρ_1 , ρ_2 , ρ_3 , ρ_4 , bisa diperoleh dari persamaan regresi sebagai berikut:

$$R_{mt} = \alpha_i + \rho_1 R_{mt-1} + \rho_2 R_{mt-2} + \rho_3 R_{mt-3} + \rho_4 R_{mt-4} + e_t$$

2.2.6 Ukuran Perusahaan

Reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diduga juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Ghosh & Woolridge (1988) seperti yang dikutip dalam Kartini (2001) menyatakan bahwa, perusahaan kecil biasanya lebih sedikit mengeluarkan informasi dari pada perusahaan besar, akibatnya informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil lebih menarik pemegang saham yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham. Eddy & Seifert (1988) mendapatkan bukti bahwa reaksi pemegang saham terhadap pengumuman pembayaran kenaikan dividen lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar, sebab informasi-informasi yang ada di pasar tentang perusahaan-perusahaan kecil sangat terbatas, sehingga pengeluaran yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil menimbulkan reaksi yang besar.

2.3 Formulasi Hipotesis

Dividen signaling theory merupakan teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi yang penting yang mampu mempengaruhi *return* saham (Battacharya, 1979). Teori ini menyatakan bahwa dividen membawa sinyal yang berarti, yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham.

Pengumuman perubahan pembayaran dividen dianggap mengandung informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Reaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diukur dengan *abnormal return*. Jadi pasar bereaksi terhadap perubahan pembayaran dividen bila ada *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman tersebut. Miller & Rock (1985) juga mengembangkan *dividend signaling theory*. Model yang dikembangkan oleh para peneliti itu memberikan penegasan yang serupa dengan Bhattacharya (1979), bahwa dividen merupakan isyarat yang sering digunakan oleh manajer untuk menunjukkan kemampuan kinerja perusahaan. Kester et. al (1996) menyatakan bahwa manajer perusahaan di Indonesia menggunakan dividen untuk sinyal prospek *earning* perusahaan dan pasar menggunakan pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham. Investor bisa menganggap suatu pengumuman perubahan pembayaran dividen sebagai suatu sinyal positif maupun negatif. Jika investor menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang positif, maka harga saham akan meningkat dan berarti investor akan mendapatkan *abnormal return* yang positif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen. Sebaliknya jika investor menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang negatif, maka harga saham akan menurun dan investor akan mendapatkan *abnormal return* yang negatif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen. Menurut Brigham (1995) bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai sinyal membaiknya kinerja

perubahan pada saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Dari tinjauan literatur dan temuan empiris tersebut diatas, bisa dirumuskan sebagai berikut :

- H₁** : Pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta
- H₂** : Pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta

Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham diamati beberapa peneliti sebagai penyebab munculnya *abnormal return*. Ghosh dan Woolridge (1988) memilih variabel besarnya perubahan dividen sebagai proxy bagi kandungan informasi yang sesungguhnya dari perubahan dividen itu sendiri dengan asumsi semakin besar perubahan pembayaran dividen semakin besar pula kandungan informasi yang diterima investor. Hipotesis yang akan diuji berkaitan dengan pengaruh perubahan pembayaran dividen adalah :

- H₃** : Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham berpengaruh positif terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

Reaksi pemegang saham terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen diduga juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Ghosh & Woolridge

(1988) seperti yang dikutip dalam Kartini (2001) menyatakan bahwa, perusahaan kecil biasanya lebih sedikit mengeluarkan informasi dari pada perusahaan besar, akibatnya informasi yang dikeluarkan perusahaan kecil lebih menarik pemegang saham yang pada gilirannya akan mempengaruhi harga saham. Eddy & Seifert (1988) mendapatkan bukti bahwa reaksi pemegang saham terhadap pengumuman pembayaran kenaikan dividen lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar, sebab informasi-informasi yang ada di pasar tentang perusahaan-perusahaan kecil sangat terbatas, sehingga pengeluaran yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil menimbulkan reaksi yang besar. Hipotesis yang akan diuji berkaitan dengan pengaruh ukuran perusahaan adalah:

H₄ : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 2003 sampai tahun 2004.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2004. Sedangkan objek penelitiannya adalah perusahaan-perusahaan yang mempublikasikan perubahan dividen pada tahun 2003 atau 2004 dan perusahaan yang sesuai kriteria untuk dijadikan sampel. Pemilihan sampel yang akan di uji dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu metode pemilihan sampel dengan kriteria tertentu. Adapun kriterianya antara lain;

1. Perusahaan yang mempublikasikan perubahan dividen pada tahun 2003 atau 2004
2. Sampel tersebut harus dibersihkan dari efek pengganggu seperti *stock dividend*, *stock split*, *right issue* dan berita-berita yang terkait di *business news*.
3. Perusahaan akan dikeluarkan dari sampel jika sahamnya tidak aktif dimana sahamnya tidak diperdagangkan (volume perdagangan = 0) minimal 3 hari pada periode jendela seperti yang dilakukan Kartini (2001).

4. Perusahaan juga akan dikeluarkan dari sampel jika tidak mempunyai data yang lengkap tentang semua variabel yang digunakan dalam penelitian.

Berdasarkan kriteria diatas dapat diperoleh sebagai berikut:

Tabel 3.1

Proses Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Dividen naik	Dividen turun
1	Perusahaan yang mempublikasikan perubahan dividen pada tahun 2003 atau 2004	43	30
2	Sampel yang harus dibersihkan dari efek pengganggu seperti <i>stock dividen</i> , <i>stock split</i> , <i>right issue</i> dan berita-berita yang terkait di <i>bussiness news</i>	(2)	—
3	Perusahaan yang harus dikeluarkan dari sampel jika sahamnya tidak aktif dimana sahamnya tidak diperdagangkan (volume perdagangan = 0) minimal 3 hari pada periode jendela	(11)	(8)
4	Perusahaan yang tidak mempunyai data yang lengkap tentang semua variabel yang digunakan dalam penelitian.	—	—
	Sampel Final	30	22

3.3 Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- a. Akumulasi Return Tidak Normal (ARTN). *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor. Menurut Hartono (2000) akumulasi *return* tidak normal merupakan penjumlahan *return* tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

$$ARTNi,t = \sum_{a=t5}^t RTNi,a \quad (3.1)$$

$RTNi,a$: *return* tidak normal (*abnormal return*) untuk sekuritas i pada hari ke- a , yaitu mulai $t5$ (hari awal periode jendela) sampai hari ke- t .

$ARNTi$: akumulasi *return* tidak normal pada hari terakhir di periode peristiwa.

- b. Perubahan pembayaran dividen ($\Delta DPSi$). Perubahan pembayaran dividen perusahaan i dari periode ke- t ke periode sebelumnya yang dinyatakan dengan rumus:

$$\Delta DPSi = (DPSt - DPSt-1) / DPSt-1 \quad (3.2)$$

- c. Ukuran perusahaan (SIZE). Ukuran perusahaan i diproksi dari *market value* akhir bulan sebelum tanggal pengumuman, dihitung dari *logaritma natural* jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga saham pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman.

3.4 Definisi Operasional Variabel

1. Dalam penelitian ini yang dijadikan variabel terikat adalah akumulasi *return* tidak normal (ARTN) atau *cumulative abnormal return* (CAR). Menurut Hartono (2000) akumulasi *return* tidak normal merupakan penjumlahan *return* tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

$$ARTN_{i,t} = \sum_{a=t_5} RTN_{i,a} \quad (3.1)$$

$RTN_{i,a}$: *return* tidak normal (*abnormal return*) untuk sekuritas i pada hari ke- a , yaitu mulai t_5 (hari awal periode jendela) sampai hari ke- t .

$ARNT_i$: akumulasi *return* tidak normal pada hari terakhir di periode peristiwa.

2. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah :

a. Perubahan pembayaran dividen (ΔDPS_i)

Perubahan pembayaran dividen perusahaan i dari periode ke- t ke periode sebelumnya yang dinyatakan dalam presentasi dengan rumus: $\Delta\text{DPS}_i = (\text{DPSt} - \text{DPSt-1}) / \text{DPSt-1}$. Ghosh & Woolridge (1988), dan Asquit Mullins (1983) seperti yang dikutip oleh Agus Prasetyono (2004) variable ini dipilih sebagai proksi bagi kandungan informasi dari perubahan pembayaran dividen diasumsikan mengandung lebih banyak informasi.

b. Ukuran perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan i diproksi dari *market value* akhir bulan sebelum tanggal pengumuman, dihitung dari *logaritma natural* jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga saham pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman. Kandungan informasi suatu perubahan dividen mungkin lebih besar terjadi pada perusahaan kecil dibandingkan dengan perusahaan besar, diasumsikan bahwa perusahaan kecil lebih jarang mengeluarkan pengumuman (Ghosh & Woolridge, 1988) seperti yang dikutip oleh Kartini (2001). Eddy & Seifert (1988) seperti yang dikutip oleh Agus Prasetyono (2004) mengatakan bahwa rata-rata perusahaan kecil cenderung menaikkan persentase perubahan dividen lebih besar daripada perusahaan besar, karena adanya harapan reaksi harga saham pada perusahaan kecil lebih besar dibanding perusahaan besar. Dengan demikian diperkirakan pengumuman perubahan dividen yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil akan lebih menarik perhatian investor.

3.5 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu dengan mengumpulkan data sekunder yang didapat dari berbagai media seperti surat kabar, buku, jurnal, serta data dari Bursa Efek Jakarta (BEJ).

3.6 Data dan Teknik Pengumpulan Data

3.6.1 Data

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

1. Tanggal publikasi pengumuman perubahan pembayaran dividen periode tahun 2003 - 2004.
2. Harga saham harian perusahaan disekitar hari pengumuman. Data ini akan digunakan untuk menghitung *return* tiap-tiap saham secara individual.
3. Data IHSG harian untuk periode tahun 2003 sampai 2004. Data ini akan digunakan untuk menghitung *return* pasar.
4. Data beta koreksi harian tiap perusahaan secara individual dengan metode Flower & Rorke empat *lead* dan empat *lag* selama periode jendela yang digunakan untuk menghitung *expected return*.
5. Data dividen tiap lembar saham untuk periode tahun 2001 sampai tahun 2003.

6. Jumlah saham yang beredar pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman dividen dan harga saham pada akhir bulan sebelum tanggal pengumuman pembayaran dividen.

3.6.2 Cara Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan mencari informasi dari surat kabar, jurnal keuangan, dan informasi-informasi lain yang terkait.⁰

3.7 Penentuan Periode Pengamatan dan Periode Estimasi

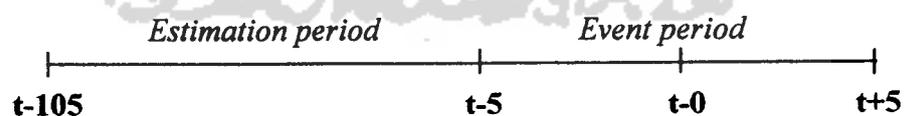
Tanggal yang dianggap sebagai *event* pengumuman (*announcement date*) dividen adalah tanggal saat perusahaan mengumumkan pembagiannya di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan tanggal pengumuman dividen ini dilatar belakangi pengertian bahwa dalam *event study* penentuan tanggal pengumuman haruslah pengumuman yang dianggap bisa memberikan kejutan bagi investor untuk pertama kalinya. Tanggal ini selanjutnya ditetapkan sebagai $t-0$.

Berdasarkan tanggal pengumuman tersebut kemudian ditentukan kisaran 5 hari sebelum tanggal pengumuman dividen dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman dividen sebagai *event period* atau periode pengamatan. Penentuan periode pengamatan 11 hari, karena peneliti menganggap bahwa pengumuman dividen merupakan peristiwa yang bersifat rutin (setiap tahun terjadi) sehingga peristiwa tersebut kemungkinan sudah diantisipasi oleh investor. Untuk itu peneliti

menggunakan periode pengamatan yang relatif pendek sesuai dengan yang dilakukan Brown & Warner (1985) dalam Hartono (2000). Disamping itu jika digunakan periode peristiwa yang lebih dari 11 hari dikhawatirkan akan terjadi bias pada kesimpulan yang diambil, karena semakin lebar periode peristiwa sebenarnya semakin besar pula kemungkinannya terjadi kontaminasi dari peristiwa lain yang terjadi tidak terlalu jauh jarak kejadiannya dengan pengumuman pembayaran dividen.

Periode estimasi atau *estimation period* dalam penelitian ini ditetapkan sejak $t-6$ sampai $t-105$. Dengan demikian terdapat periode 100 hari periode estimasi dalam penelitian ini. Periode estimasi ini selanjutnya akan digunakan untuk mengestimasi *return* saham yang diharapkan (*expected return*). Pembagian periode pengamatan atas periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa ini selengkapannya bisa dilihat pada gambar 3.1

Gambar 3.1 Periode penelitian



3.8 Metode Analisis Data

Penelitian ini mencoba menjawab rumusan masalah:

1. Bagaimana reaksi pemegang saham terhadap pengumuman kenaikan atau penurunan pembayaran dividen?

Tahap pertama penelitian ini adalah menguji hipotesis pertama bahwa pemegang saham (pasar) bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen, dan hipotesis kedua bahwa pemegang saham (pasar) bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen, pengujian dilakukan dengan suatu *event study* untuk menguji apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman pembayaran dividen. *event study* menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa. Teknik yang digunakan untuk mengestimasi *expected return* adalah *market model* dengan model beta yang sudah dikoreksi.

Langkah-langkah yang dilakukan dalam *event study* ini adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *return* tiap-tiap saham secara individual dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (3.3)$$

Notasi :

R_{it} : Return harian sekuritas i.

P_{it} : Harga saham harian sekuritas i pada waktu t.

P_{it-1} : Harga saham harian sekuritas i pada waktu t-1.

2. Menghitung *return* pasar harian dengan rumus:

$$R_{m_t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3.4)$$

Notasi:

R_{m_t} : Return pasar

$IHSG_t$: Indeks harga saham gabungan harian pada waktu t .

$IHSG_{t-1}$: Indeks harga saham gabungan harian pada waktu $t-1$.

3. Berdasarkan data *return* tiap-tiap saham dan *return* pasar selama periode estimasi, dihitung α dan β . Menurut Hartono (2000) bahwa, β OLS mengandung beta yang bias sehingga kemungkinan hasilnya juga akan bias. Oleh sebab itu β yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan model koreksi bias beta yang didasarkan pada metode Flower & Rorke dengan empat *lead* dan empat *lag*. Model koreksi ini dipilih karena sudah terbukti secara empiris sebagai metode yang paling mampu mengoreksi bias beta saham pada pasar modal yang tipis (Hartono, 2000). Dalam hal ini β dengan metode Flower & Rorke dengan empat *lead* dan empat *lag* telah dihitung oleh PPA FE UGM, sehingga dalam penelitian ini penulis tidak menghitung sendiri tetapi langsung mengambil data beta yang sudah dikoreksi dari PPA FE UGM.
4. Dengan menggunakan data α dan β tiap-tiap saham, dihitung *return* ekspektasi (*expected return*) untuk tiap-tiap saham selama *event* periode yaitu 11 hari pengamatan. Penghitungan *expected return* ini dilakukan dengan menggunakan *market model* (Hartono, 2000). Dalam hal ini *expected return* dihitung dengan rumus:

$$E(R)_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{m_t} \quad (3.5)$$

Notasi :

$E(R)_{it}$: *expected return* saham i pada periode t .

- α_i : taksiran *intercept* saham i
 β_i : taksiran slope (resiko) saham i.
 R_{m_t} : *return* pasar pada periode t.

5. Selanjutnya dihitung *return* tidak normal (*abnormal return*) tiap-tiap saham selama *event period*. *Abnormal return* dihitung dari selisih antara *return* saham individual dengan *return* yang diharapkan tiap-tiap saham dengan rumus:

$$RNT_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3.6)$$

Notasi :

RNT_{it} : *return* tidak normal (*abnormal return*) saham i pada periode t.

R_{it} : *return* saham i pada periode t.

$E(R_{it})$: *return* yang diharapkan saham i pada periode t.

6. Menentukan signifikan *return* tidak normal (*abnormal return*)

Pengujian adanya *return* tidak normal yang signifikan tidak dilakukan untuk tiap-tiap saham tetapi dilakukan secara *agregat* dengan menguji rata-rata *return* tidak normal seluruh saham untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Rata-rata *return* tidak normal untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmetik sebagai berikut:

$$RRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^k RNT_{it}}{k} \quad (3.7)$$

Notasi :

$RRTN_t$: rata-rata *return* tidak normal pada hari ke-t

- $RTN_{i,t}$: *return* tidak normal untuk sekuritas ke- i pada hari ke- t .
- K : jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

Penentuan rata-rata *return* tidak normal yang signifikan dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

- Menentukan nilai deviasi standar untuk masing-masing sekuritas menggunakan nilai-nilai *return* di periode estimasi. Perhitungannya menggunakan program *Microsoft excel*.
- Menentukan nilai *return* tidak normal standarisasi.

$$RTNS_{i,t} = \frac{RTN_{i,t}}{DS_i} \quad (3.8)$$

Notasi :

$RTNS_{i,t}$ = *return* tidak normal standarisasi sekuritas ke- i pada hari ke- t di periode peristiwa.

$RTN_{i,t}$ = *return* tidak normal sekuritas ke- i pada hari ke- t di periode peristiwa.

DS_i = deviasi standar estimasi untuk sekuritas ke- i .

- Menentukan rata-rata *return* tidak normal (*average abnormal return*) yang signifikan dengan menggunakan *return* tidak normal standarisasi portofolio untuk hari ke- t di periode peristiwa ($RTNS_t$). Nilai $RTNS_t$ ini diartikan sebagai t_{hitung} . Penentuan $RTNS_t$ atau t_{hitung} dilakukan dengan rumus:

$$t_h = RTNS_t = \frac{\sum_{i=1}^k RTNS_{i,t}}{\sqrt{k}} \quad (3.9)$$

Notasi :

t_h = t _hitung untuk masing-masing hari ke- t di periode peristiwa.

$RTNS_t$ = *return* tidak normal standarisasi portofolio untuk hari ke- t di periode peristiwa.

$RTNS_{i,t}$ = *return* tidak normal standarisasi sekuritas ke- i untuk hari ke- t di periode peristiwa.

k = jumlah sekuritas.

d. Menentukan perumusan hipotesis :

Hipotesis yang akan diuji :

1. Untuk kelompok dividen yang naik

$H_{01} : RRTN_t \leq 0$: Pemegang saham tidak bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen.

$H_{a1} : RRTN_t > 0$: Pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen.

2. Untuk kelompok dividen yang turun

$H_{02} : RRTN_t \geq 0$: Pemegang saham tidak bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen.

$H_{a2} : RRTN_t < 0$: Pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen.

e. Kriteria keputusan :

Uji satu sisi dengan $\alpha = 5\%$

H_0 diterima, jika $P\text{-value} > \alpha$

H_0 ditolak, jika $P\text{-value} \leq \alpha$

1. Uji Multikolinieritas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Jika terjadi korelasi maka dinamakan terdapat problem Multikolinearitas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. (Ghozali, 2001).

Cara yang digunakan untuk mendeteksi terjadinya Multikolinearitas dalam penelitian ini adalah uji VIF. Dalam uji ini adalah multikolinieritas dapat dilihat pada batas tolerance value adalah 0,10 dan batas VIF (*Varince Inflation Factor*) adalah 10. jika tolerance value dibawah 0,10 atau nilai VIF diatas 10, maka terjadi multikolinieritas. Apabila nilai VIF 10 ke atas maka multikolinieritas tinggi. Sebaliknya apabila nilai VIF di bawah 10 berarti multikolinieritas rendah .

2. Uji Autokorelasi

Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Tentu saja model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Auto korelasi sering ditemukan pada regresi yang datanya adalah *time series*. Sedangkan pada regresi yang datanya adalah *cross section* jarang ditemukan, walaupun ada itu tidak terlalu menjadi masalah (Ghozali, 2001).

Untuk menguji autokorelasi ini dilakukan dengan menggunakan uji

Durbin-Watson, yang secara umum dapat diambil patokan :

$0 < d < d_L$	=	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi
$d_L < d < d_U$	=	Tidak ada kesimpulan (<i>Inconclusion</i>)
$d_U < d < 4-d_U$	=	Tidak terdapat autokorelasi dalam model
$4-d_U < d < 4-d_L$	=	Tidak ada kesimpulan (<i>Inconclusion</i>)
$4-d < d < 4$	=	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi
$d > 4-d_L$	=	Terdapat autokorelasi negatif dalam model regresi

Dimana : d = nilai Durbin-Watson

d_L = nilai Durbin-Watson batas bawah (*lower bound*)

d_U = nilai Durbin-Watson batas atas (*upper bound*)

3. Uji Heteroskedastisitas

Tujuan dari uji heteroskedastisitas adalah untuk menguji apakah faktor pengganggu mempunyai variasi sama atau tidak. Jika varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut homoskedastisitas. Dan jika varians berbeda maka disebut heteroskedastisitas. Model regresi dikatakan baik jika homoskedastisitas. Pengujian yang dilakukan melalui uji *Glejser* (Damodar Gujarati: 1978). Pengambilan keputusan dari hasil pengujian ini adalah sebagai berikut :

P-value nilai uji *Glejser* $> \alpha$ ($\alpha=0,05$), maka tidak terjadi heteroskedastisitas

P-value nilai uji *Glejser* $< \alpha$ ($\alpha=0,05$), maka terjadi heteroskedastisitas.

3.9 Pengujian Hipotesis

1. Pengujian hipotesis secara parsial

Dengan menggunakan uji t, akan dilihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

a. Besarnya perubahan dividen

$$H_{03} : \beta_i \leq 0$$

Berarti secara individu variabel besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham tidak berpengaruh positif terhadap besar kecilnya *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

$$H_{a3} : \beta_i > 0$$

Berarti secara individu variabel besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham berpengaruh positif terhadap besar kecilnya *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

b. Ukuran perusahaan

$$H_{04} : \beta_i \geq 0$$

Berarti secara individu variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh negatif terhadap besar kecilnya *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

$$H_{a4} : \beta_i < 0$$

Berarti secara individu variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap besar kecilnya *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen.

Penelitian ini menggunakan $\alpha = 5\%$.

Jika, *P-value* nilai $t > \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 diterima

Jika, *P-value* nilai $t < \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 ditolak

2. Pengujian secara serempak

Dengan menggunakan uji F, akan dilihat pengaruh variabel independen yang ada dalam model secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0$$

Berarti secara bersama-sama variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen.

$$H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq 0$$

Berarti secara bersama-sama variabel independen mempengaruhi variabel dependen.

Dimana :

β_1, β_2 , : koefisien regresi masing-masing variabel independen yaitu besarnya perubahan dividen, ukuran perusahaan

Penelitian ini menggunakan $\alpha = 5\%$.

Jika, *P-value* nilai $F > \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 diterima

Jika, *P-value* nilai $F < \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 ditolak

3. Pengujian R^2 (Koefisien Determinan)

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengukur seberapa besar pengaruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variasi total variabel dependen. Nilai R^2 (koefisien determinan) ini nilainya terletak antara 0 dan 1 ($0 < R^2 < 1$).



BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Selama tahun 2003 sampai dengan tahun 2004 yang diambil dalam penelitian diperoleh 52 perusahaan yang membagikan *dividen* yang terbagi menjadi 30 perusahaan kelompok *dividen* meningkat dan 22 perusahaan kelompok *dividen* menurun. Alasannya adalah karena peneliti mengambil perusahaan sampel berdasarkan teknik *purposive sampling*, artinya sampel dalam penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu. Seperti mengumumkan *dividen* meningkat dan menurun, tidak melakukan *stock dividen*, *stock split*, *right issue* dan berita-berita yang terkait di *bussiness news*, sehingga data-data penelitian dan hasil penelitian tidak menjadi bias serta data perdagangannya lengkap.

Hasil pengolahan data berupa informasi untuk menguji apakah pengumuman *dividen* meningkat dan menurun yang dipublikasikan mempunyai sinyal atau kandungan informasi tertentu yang menyebabkan pasar bereaksi lebih dari keadaan normal terhadap informasi tersebut sehingga mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasinya sebelum dan sesudah tanggal pengumuman, serta untuk mengetahui pengaruh pengumuman *dividen* meningkat dan menurun terhadap likuiditas saham di Bursa Efek Jakarta. Selain itu Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris apakah perubahan pembayaran *dividen* mempunyai pengaruh terhadap *Abnormal Return* dan apakah

ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Sesuai dengan permasalahan dan perumusan model yang telah dikemukakan, serta kepentingan pengujian hipotesis, maka teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini meliputi analisis deskriptif dan analisis statistik. Analisis statistik merupakan analisis yang mengacu pada perhitungan data penelitian yang berupa angka-angka yang dianalisis dengan bantuan komputer melalui program SPSS 11.0. Sedangkan analisis deskriptif merupakan analisis yang menjelaskan gejala-gejala yang terjadi pada variabel-variabel penelitian yang berpedoman pada hasil analisis statistik.

4.1. Analisis Deskriptif

Berikut akan dijelaskan analisis deskriptif yaitu menjelaskan deskripsi data dari seluruh variabel yang akan dimasukkan dalam model penelitian. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1
Hasil perhitungan Mean dan Standar Deviasi
dari variabel-variabel penelitian

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ARTN	52	-.26	1.00	.06	.22
D_DPS	52	-415.00	600.00	9.02	123.12
SIZE	52	10140.00	41327998.52	4331477.56	9568915.70
Valid N (listwise)	52				

Dari tabel 4.1 diatas dapat dijelaskan bahwa perubahan DPS selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -415 yaitu perusahaan PT. Indosat, Tbk. Artinya perusahaan ini membagikan dividen pada tahun 2004 mengalami penurunan yaitu sebesar Rp.415 dari besarnya dividen yang dibagikan pada tahun 2003. Hal ini disebabkan karena laba yang diperoleh pada tahun 2004 tidak seluruhnya dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, namun sebagian besar laba ini dimasukkan dalam laba ditahan untuk memperbesar modal perusahaan, sehingga sumber dana perusahaan tidak perlu lagi diperoleh dari luar namun mampu dicukup dengan laba yang diperoleh. Nilai maksimum sebesar 600 menunjukkan bahwa selama periode penelitian dari 52 perusahaan sampel nilai tertinggi *perubahan pembayaran dividen* adalah Rp.600 yaitu perusahaan PT. MERCK Indonesia , Tbk. Artinya perusahaan ini mampu membagikan laba perusahaan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham dengan peningkatan sebesar Rp.600 per lembar sahamnya dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan telah melakukan langkah kebijakan dividen dengan membayar dividen yang cukup besar kepada pemegang saham, dengan tujuan untuk memperbesar kemakmuran investor. Langkah ini dilakukan sebagai daya tarik bagi publik, agar dapat dijadikan sebagai pertimbangan untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut, karena kemakmuran yang diberikan terkesan lebih besar dibandingkan perusahaan lain. Nilai rata-rata sebesar 9,02 artinya rata-rata perusahaan mengalami peningkatan dalam membagikan dividen per lembar saham yaitu sebesar Rp.9,02 dari dividen yang dibagikan tahun lalu.

Nilai ini termasuk dalam kriteria yang cukup, karena rata-rata perusahaan mengalami peningkatan dalam hal *pembayaran dividen*. Sedangkan standar deviasi sebesar 123,12 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel perubahan DPS adalah sebesar 123,12 dari 52 kasus yang terjadi. Nilai standar deviasi ini telah melebihi nilai rata-rata 9,02, menunjukkan bahwa distribusi data pada perubahan DPS cenderung tidak homogen.

Ukuran perusahaan (*SIZE*) selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 10140. Artinya perusahaan ini memiliki nilai pasar saham yaitu sebesar Rp.10140 juta. Nilai ini termasuk dalam kriteria ukuran perusahaan yang kecil karena masih dibawah nilai Rp. 1 trilyun. Nilai maksimum sebesar 41327998,52 artinya nilai pasar saham tertinggi yaitu sebesar Rp.41.327.998,52 juta dan termasuk dalam ukuran perusahaan yang besar karena memiliki nilai aktiva diatas Rp.1 trilyun. Nilai rata-rata sebesar 4331477,56 artinya rata-rata perusahaan memiliki nilai pasar saham sebesar Rp. 4.331.477,56 juta dan termasuk dalam ukuran perusahaan yang besar. Sedangkan standar deviasi sebesar 9568915,79 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *size* adalah sebesar 9.568.915,79 dari 52 kasus yang terjadi. Nilai standar deviasi ini lebih tinggi dari nilai rata-rata sehingga memiliki kecenderungan sebaran data *Size* adalah tidak homogen.

Abnormal return selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -0,26. Artinya perusahaan ini memiliki tingkat keuntungan saham yang jauh lebih rendah dari tingkat keuntungan yang diharapkan atau terjadi

selisih sebesar 0,26 yang menunjukkan reaksi pasar negatif. Nilai maksimum sebesar 1, artinya keuntungan saham yang diperoleh pada perusahaan ini jauh lebih besar dari tingkat keuntungan yang diharapkan atau terjadi selisih sebesar 1 yang menunjukkan reaksi pasar positif. Nilai rata-rata sebesar 0,06 artinya rata-rata perusahaan memiliki tingkat keuntungan saham yang nilainya lebih tinggi dari tingkat keuntungan yang diharapkan atau terjadi selisih sebesar 0,06 yang menunjukkan reaksi pasar positif. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,22 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *abnormal return* adalah sebesar 0,22 dari 55 kasus yang terjadi. Nilai standar deviasi sebesar 0,22 lebih tinggi dari nilai rata-rata yaitu sebesar 0,06 sehingga memiliki kecenderungan sebaran data *abnormal return* adalah tidak homogen.

4.2. Analisis Inferensial

Untuk melakukan pengujian hipotesis penelitian, digunakan analisis one sampel t test untuk pengujian hipotesis 1 dan 2, serta analisis regresi linier berganda untuk pengujian hipotesis 3 dan 4.

4.2.1. Pengujian terhadap Abnormal Return

4.2.1.1. Pengujian Hipotesis Pertama

Setelah dilakukan perhitungan seluruh data penelitian seperti langkah-langkah diatas, selanjutnya dapat digambarkan tentang *abnormal return* pada periode peristiwa. *Abnormal return* adalah selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi. *Abnormal return*

merupakan reaksi harga terhadap pengumuman *dividen* pada suatu hari tertentu. Karena reaksi tersebut dapat terjadi selama beberapa hari maka selain rata-rata *abnormal return*, untuk setiap kelompok saham juga dihitung *Cummulative Average abnormal return* (CAAR) yang merupakan penjumlahan *Average Abnormal return* (AAR) selama periode peristiwa. Dengan demikian *Cummulative Average abnormal return* (CAAR) menunjukkan total reaksi harga selama periode peristiwa. Hasil deskriptif tentang reaksi pasar atas harga saham di sekitar hari pengumuman dapat ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 4.2

**AAR dan CAAR Kelompok Saham dengan dividen meningkat
tahun 2003–2004**

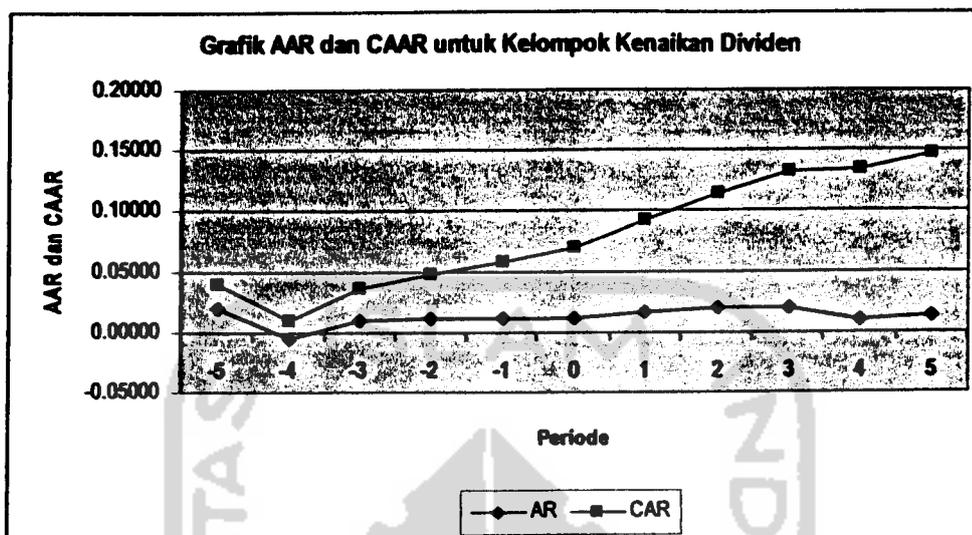
Hari ke-	AAR	CAAR	t - hitung	Sig (2- tailed)
-5	0.01987	0.01987	2.244*	0.033
-4	-0.00485	0.01502	-0.718	0.479
-3	0.01029	0.02531	0.937	0.356
-2	0.01154	0.03684	0.881	0.385
-1	0.01056	0.04740	1.246	0.223
0	0.01090	0.05831	1.532	0.136
1	0.01698	0.07529	2.170*	0.038
2	0.01914	0.09443	1.789	0.084
3	0.01903	0.11347	2.749*	0.010

4	0.00997	0.12344	1.329	0.194
5	0.01213	0.13558	1.405	0.171

Keterangan : * : Signifikan pada level 5%

Dari hasil perhitungan diatas dengan α 5% , menunjukkan bahwa pasar hanya bereaksi secara signifikan pada periode t-5 sebelum pengumuman dan t+1 serta t+3 sesudah pengumuman *dividen* meningkat. Hal ini ditunjukkan dengan sig-2 tiled yang nilainya dibawah 0,05. Sebagian besar reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *dividen* meningkat, reaksinya positif, dan reaksi negatif hanya terjadi pada t-4. Hal ini ditunjukkan oleh return tidak normal yang positif pada sebagian besar hari pengamatan. Dengan demikian pengumuman *dividen* yang mengalami kenaikan merupakan kabar baik bagi investor. Kenyataan ini dapat diartikan bahwa pengumuman *dividen* pada kelompok perusahaan yang mengalami kenaikan dapat dianggap sebagai informasi yang cukup akurat yang dapat dimanfaatkan oleh investor sehingga setiap kenaikan *dividen* mempunyai kecenderungan untuk diikuti dengan kenaikan harga saham.

Hasil ini dapat dilihat seperti gambar berikut:



Grafik 4.1. Grafik AAR dan CAAR kelompok saham dengan dividen meningkat

Dari grafik diatas menunjukkan bahwa kenaikan *kumulatif abnormal return* selama hari pengamatan cenderung mengalami kenaikan yang teratur. Hanya hari $t-4$ sebelum pengumuman saja yang mengalami nilai *Cumulative Abnormal Return* menurun, sedangkan hari selanjutnya mengalami nilai positif dan meningkat. Hal ini berarti secara kumulatif return tidak normal yang diperoleh selama periode peristiwa bernilai positif. Artinya pasar memberikan reaksi secara kumulatif positif, sehingga pengumuman dividen yang mengalami kenaikan dapat dijadikan sebagai kabar baik oleh *investor*.

Pengujian hipotesis pertama menemukan bahwa pemegang saham bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta. Hal ini dapat ditunjukkan dengan nilai rata-rata

abnormal return yang bernilai positif pada sebagian besar periode pengamatan dan signifikan karena p value lebih kecil dari 0,05. Hasil ini sesuai dengan *Dividen signaling theory* merupakan teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi yang penting yang mampu mempengaruhi *return* saham (Battacharya, 1979). Teori ini menyatakan bahwa dividen membawa sinyal yang berarti, yang dapat mempengaruhi keyakinan investor yang tercermin pada harga saham. Pengumuman perubahan pembayaran dividen dianggap mengandung informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Hal ini disebabkan karena jika ada kenaikan dividen, maka akan diikuti dengan kenaikan harga saham, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai sinyal membaiknya kinerja perusahaan pada saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Peningkatan dividen yang dibayarkan dianggap sebagai signal yang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Dengan demikian hipotesis pertama dalam penelitian ini **dapat diterima**.

4.2.1.2. Pengujian Hipotesis Kedua

Dari 22 perusahaan yang termasuk dalam kelompok *dividen* menurun, yaitu perusahaan yang membagikan *dividen* semakin menurun dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2004, telah memberikan reaksi pasar atas harga saham terhadap pengumuman *dividen* tersebut seperti terlihat dapat dekritive pada tabel berikut ini.

Tabel 4.3
AAR dan CAAR Kelompok Saham dengan dividen Menurun
tahun 2003 – 2004

Hari ke-	AAR	CAAR	t - hitung	Sig (2- tailed)
-5	-0.01216	-0.01216	-1.952	0.064
-4	0.00759	-0.00457	1.033	0.314
-3	-0.00860	-0.01317	-1.214	0.238
-2	-0.00804	-0.02121	-1.130	0.271
-1	0.00446	-0.01675	0.591	0.561
0	-0.00176	-0.01851	-0.271	0.789
+1	0.00569	-0.01282	0.803	0.431
+2	-0.00098	-0.01380	-0.115	0.909
+3	-0.01997	-0.03377	-3.051*	0.006
+4	0.00065	-0.03312	0.052	0.959

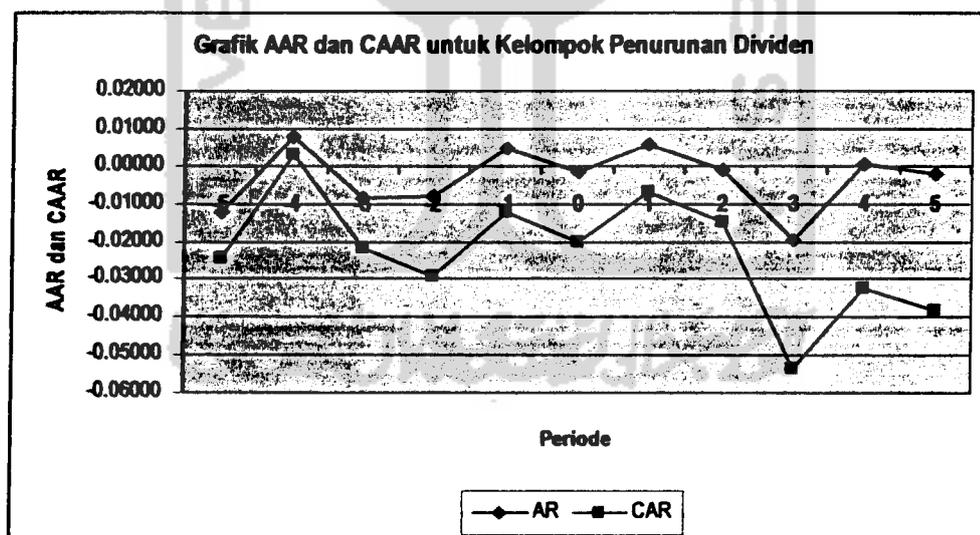
+5	-0.00248	-0.03559	-0.234	0.817
----	----------	----------	--------	-------

Sumber : Pojok BEJ, diolah 2005

Pada tabel 4.3 dan gambar 4.2 diatas *Average Abnormal return* (AAR) pada t -5 bernilai negatif, tetapi terjadi peningkatan pada hari - 4 yang menunjukkan arah positif. *Abnormal return* mengalami penurunan lagi pada hari t-2 dan pada hari t-1 meningkat. Namun peningkatan ini tidak lama karena pada t-0 terjadi penurunan hingga mencapai nilai negatif pada t0, dan begitu seterusnya terjadi pergerakan naik dan turun hingga t+5. Pergerakan AARt dari negatif ke positif dan kembali ke negatif lagi pada periode penelitian di sekitar hari pengumuman *dividen* menurun menunjukkan bahwa investor meragukan apakah *dividen* yang akan diumumkan oleh perusahaan dalam kelompok *Dividen Menurun* sesuai dengan laba harapan investor atau tidak. Hal ini disebabkan karena sebelum pengumuman laba telah terjadi kebocoran informasi akan adanya pembagian *dividen* yang lebih rendah dibandingkan dengan tahun lalu. Walaupun *dividen* yang dibagikan mengalami penurunan tetapi pada sebagian investor justru memberikan reaksi positif karena investor tidak mengharapkan *dividen* yang dibagikan tetapi lebih pada kepemilikan perusahaan. Sementara investor lain justru memberikan reaksi negatif karena *return* yang didapat tidak seperti yang diharapkan sebelumnya yang mengakibatkan banyak investor melepas saham-saham pada kelompok *dividen* menurun.

Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa reaksi abnormal return secara signifikan negatif terjadi pada t+3. Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas sebesar 0,006 yang nilainya dibawah 0,05. Jika dilihat dari besarnya rata-rata Abnormal Return menunjukkan bahwa sebagian besar periode pengamatan memiliki nilai *abnormal return* yang negatif yaitu pada t-5, t-3, t-2, t0, t+2, t+3 dan t+5. Dengan demikian investor telah memberikan reaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEJ.

Hal ini dapat dilihat dengan pergerakan *Abnormal return* seperti pada gambar berikut :



Grafik 4.2. Grafik AAR dan CAAR kelompok saham dengan dividen Menurun

Berdasarkan gambar diatas terlihat bahwa *Cummulative Average abnormal return* (CAAR) pada kelompok *dividen* menurun menunjukkan arah yang

tidak pasti, atau berpola acak. Namun demikian arah CAAR cenderung mengalami penurunan karena hampir seluruh periode pengamatan nilai CAAR bernilai negatif.

Hasil analisis dalam membuktikan hipotesis kedua menemukan bahwa Pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta. Hal ini dapat ditunjukkan dengan nilai rata-rata *abnormal return* yang bernilai negatif pada sebagian besar periode pengamatan dan signifikan karena *p* value lebih kecil dari 0,05. Dalam kenyataan sering terjadi bahwa pembayaran dividen yang menurun akan diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gains*. Modigliani & Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1995) menyatakan bahwa perusahaan cenderung enggan untuk menurunkan tingkat pembayaran dividen. Perusahaan hanya akan meningkatkan pembayaran dividen apabila prospek keuntungan di masa mendatang lebih baik. Lebih lanjut Modigliani & Miller (1961), Brigham (1995) menyatakan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan *capital gains*. Akibatnya penurunan pengumuman dividen akan direspon negatif oleh pasar yang ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* yang negatif. Hal ini disebabkan karena investor menganggap pengumuman perubahan pembayaran dividen merupakan sinyal yang negatif, maka harga saham

akan menurun dan investor akan mendapatkan *abnormal return* yang negatif pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen. Penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun, karena investor atau pasar cenderung menginterpretasikan penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Dengan demikian hipotesis kedua dalam penelitian ini **dapat diterima.**

4.2.2. Analisis Regresi Linier Berganda

Pengujian dimaksudkan untuk mengetahui apakah perubahan pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *abnormal return* dan apakah ukuran perusahaan (*SIZE*) mempunyai pengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Untuk mempermudah perhitungan regresi dari data yang cukup banyak maka dalam penelitian ini diselesaikan dengan bantuan perangkat lunak (*soft were*) komputer program SPSS 11.0

Hasil pengujian terhadap model regresi berganda terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *abnormal return* pada perusahaan di Bursa Efek Jakarta, dapat dilihat dalam tabel 4.4 berikut.

Berdasarkan berbagai parameter dalam persamaan regresi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *abnormal return*, maka dapat diberikan interpretasi sebagai berikut:

Nilai konstanta sebesar $-0,087$ yang berarti bahwa apabila variabel perubahan DPS dan ukuran perusahaan tidak memberikan pengaruh terhadap *abnormal return* atau variabel bebas bernilai nol, maka *abnormal return* akan bernilai sebesar $-0,087$ berarti pasar akan memberikan reaksi negatif terhadap perusahaan-perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen.

Perubahan DPS (D_DPS) mempunyai pengaruh positif terhadap *abnormal return*, dengan koefisien regresi sebesar $0,001$ yang artinya apabila perubahan pembayaran dividen meningkat sebesar 1 rupiah, maka *abnormal return* akan meningkat sebesar $0,001$ kali dengan asumsi bahwa variabel ukuran perusahaan dalam kondisi konstan. Hal ini berarti semakin tinggi perubahan DPS maka semakin tinggi pula *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham, begitu juga sebaliknya semakin rendah perubahan DPS maka semakin rendah pula *abnormal return* yang diperoleh para pemegang saham.

Ukuran perusahaan (*Size*) mempunyai pengaruh positif terhadap *abnormal return*, dengan koefisien regresi sebesar $0,005$ yang artinya apabila ukuran perusahaan meningkat sebesar 1 juta rupiah, maka *abnormal return* akan meningkat sebesar $0,005$ kali dengan asumsi bahwa variabel perubahan DPS dalam kondisi konstan. Hal ini berarti semakin

tinggi ukuran perusahaan maka semakin tinggi *abnormal return* yang diperoleh para pemegang saham, begitu juga sebaliknya jika ukuran perusahaan semakin rendah maka semakin rendah *abnormal return* yang diperoleh para pemegang saham.

4.2.2.1. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis ketiga dan keempat, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik agar hasil kesimpulan yang diperoleh tidak menimbulkan nilai yang bias. Adapun uji asumsi klasik dalam penelitian ini meliputi Uji Multikolinieritas, Uji Autokorelasi dan Uji Heteroskedastisitas.

4.2.2.1.1 Uji Multikolinieritas

Berdasarkan hasil regresi variabel independen dan variabel dependen menghasilkan nilai Toleransi dan VIF pada keempat variabel bebasnya. Untuk membuktikan ada atau tidaknya pelanggaran multikolinieritas dapat digunakan Uji VIF yaitu apabila nilai VIF kurang dari 10 atau besarnya toleransi lebih dari 0,1.

Tabel 4.5

Hasil Perhitungan Multikolinieritas

Variabel	Toleransi	VIF	Keterangan
D_DPS	0,998	1,002	Tidak ada multikolinieritas
SIZE	0,998	1,002	Tidak ada multikolinieritas

Sumber : Data sekunder diolah, 2006

Dari hasil di atas dapat diketahui bahwa semua variabel bebas mempunyai nilai toleransi lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinieritas dalam model penelitian ini.

4.2.2.1.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi berarti korelasi antar anggota serangkaian observasi yang diuraikan menurut waktu dan ruang (Gujarati, 2001: 99)

Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan dengan pengujian terhadap nilai uji Durbin Watson (Uji Dw), dengan ketentuan sebagai berikut :

Tabel 4.6

Pengukuran Autokorelasi

Dw	Nilai Tabel DW	Kesimpulan
$0 < Dw < dl$	$0 < DW < 1,490$	Ada autokorelasi
$dl < Dw < Du$	$1,490 < DW < 1,641$	Tanpa kesimpulan
$Du < Dw < 4-Du$	$1,641 < DW < 2,359$	Tidak ada autokorelasi
$4-Du < Dw < 4-dl$	$2,359 < DW < 2,510$	Tanpa kesimpulan
$4-dl < Dw < 4$	$2,510 < DW < 4$	Ada autokorelasi

Sumber : Ghozali, 2001

Pengujian ini dilakukan untuk mencari ada atau tidaknya autokorelasi dengan melakukan uji Durbin Watson (DW), dan diperoleh

hasil DW_{hitung} sebesar 2,036. Berdasarkan Tabel 4.6 DW_{hitung} terletak diantara 1,641 sampai dengan 2,359. Dengan demikian DW jatuh pada daerah tidak ada autokorelasi, sehingga dapat dikatakan tidak terdapat autokorelasi dalam model.

4.2.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Suatu asumsi penting dari model regresi linier klasik adalah bahwa gangguan (*disturbance*) yang muncul dalam regresi adalah homoskedastisitas, yaitu semua gangguan tadi mempunyai varian yang sama. Adapun metode yang akan dibahas disini yaitu menggunakan metode *Glejser*. Hasil uji Heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.7

Hasil *Glejser*

Variabel Bebas	T hitung	p-value	Keterangan
D_DPS	1.289	0.204	Tidak Terjadi Heteroskedastisitas
SIZE	1.746	0.087	Tidak Terjadi Heteroskedastisitas

Berdasarkan Tabel 4.7 diatas dapat diketahui hasil uji *Glejser* pada varaibel variabel bebas yaitu nilai probabilitasnya lebih dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa pada model regresi dalam penelitian ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.3 Pengujian Hipotesis

4.3.1 Hasil Uji Regresi Serentak

Tabel di bawah ini merupakan hasil dari uji F yang menggunakan program SPSS for Windows, yaitu :

Tabel 4.8

Hasil Uji Anova

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.495	2	.247	6.187	.004 ^a
	Residual	1.960	49	.040		
	Total	2.455	51			

a. Predictors: (Constant), SIZE, D_DPS

b. Dependent Variable: ARTN

Untuk menginterpretasikan data di atas kita kembali ke hipotesis yang menyatakan :

Ho : Tidak ada pengaruh yang signifikan perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *abnormal return*.

Ha : Ada pengaruh yang signifikan perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *abnormal return*

Jika *P-value* nilai $F > 0,05$, maka Ho diterima

Jika *P-value* nilai $F \leq 0,05$, maka Ho ditolak

Dari tabel 4.8 di atas di dapat F_{hitung} sebesar 6,187 dengan probabilitas sebesar 0,004. Hal ini menunjukkan bahwa p-value jauh lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditolerir 0,05. Karena *P-value* nilai $F < 0,05$, maka Ha diterima dan menolak Ho (hipotesis nihil ditolak). Ini

menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen di Bursa Efek Jakarta.

Kemudian untuk menunjukkan berapa persen perubahan *abnormal return* yang dapat dijelaskan oleh kedua variabel bebasnya dapat dilihat dari tabel 4.9 dibawah ini:

Tabel 4.9
Nilai dari Koefisien Determinasi, Koefisien Korelasi,
dan Standar Error of Estimate dari Hasil Analisa Regresi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.449 ^a	.202	.169	.200000281

a. Predictors: (Constant), SIZE, D_DPS

Sumber : Data Primer Diolah, 2006

Dari tabel 4.9 di atas dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,202. Dengan nilai koefisien determinasi sebesar 0,202, maka dapat diartikan bahwa 20,2% *abnormal return* dapat dijelaskan oleh kedua variabel bebas yang terdiri dari perubahan pembayaran dividen dan ukuran perusahaan. Sedangkan sisanya sebesar 79,8% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Dalam kolom yang paling kanan terlihat nilai *Standard Error of the Estimate* (Standar eror penaksiran) sebesar 0,2000. Nilai ini lebih kecil

dari pada standar deviasi pada *abnormal return* sebesar 0,2194 (terlihat pada tabel 4.1). Hal ini dapat menjelaskan bahwa model regresi lebih baik dalam bertindak sebagai prediktor *abnormal return* dari pada rata-rata *abnormal return* itu sendiri, dan mempunyai ketepatan estimasi karena mempunyai tingkat kesalahan yang kecil.

4.3.2 Hasil Uji Regresi Parsial

Seperti telah dijelaskan dalam bab sebelumnya, hasil dari perbandingan antara p value pada t_{hitung} dengan taraf signifikansi 0,05 akan dijadikan dasar untuk pengambilan keputusan. Tabel 4.4 yang berisi hasil persamaan regresi pada variabel-variabel penelitian akan memperlihatkan hasil dari t_{hitung} yang dikeluarkan oleh output olah data dengan menggunakan SPSS for Windows. Dari tabel tersebut terlihat nilai t_{hitung} dan p -value untuk masing-masing variabel bebasnya telah diketahui dan dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan dengan cara membandingkannya dengan 0,05.

1). Pengujian terhadap koefisien regresi Perubahan Pembayaran Dividen

Untuk menginterpretasikan data pada tabel 4.4 kita kembali ke hipotesis yang menyatakan :

H_0 : Tidak ada pengaruh positif secara signifikan antara perubahan pembayaran dividen, secara parsial terhadap perubahan *abnormal return*.

H_a : Ada pengaruh positif secara signifikan antara perubahan

pembayaran dividen, secara parsial terhadap perubahan *abnormal return*

Jika, *P-value* nilai $t > \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 diterima

Jika, *P-value* nilai $t < \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 ditolak

Hasil perhitungan pada regresi diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 3,507 dan probabilitas sebesar 0,001. Dengan demikian *p-value* lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak dan H_a diterima artinya *perubahan pembayaran dividen* secara parsial mempunyai pengaruh positif secara signifikan terhadap *abnormal return*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin tinggi nilai perubahan Dividen maka semakin besar pula *abnormal return* yang akan diperoleh oleh investor.

Hal ini disebabkan karena pengumuman *pembayaran dividen* merupakan salah satu alat komunikasi kepada pasar mengenai kesehatan perusahaan. Adanya *pembayaran dividen* dapat diinterpretasikan sebagai suatu *signal* oleh para investor tentang prospek perusahaan dimasa depan. Meskipun ada pendapat mengenai *residual decision of dividend*, yang menyatakan bahwa dana dari hasil operasi akan dipergunakan dulu dan jika ada sisa baru dibagikan sebagai dividen. Namun dalam prakteknya perusahaan cenderung membayar dividen relatif stabil. Manajemen umumnya juga tidak menaikkan dividen jika manajemen tidak yakin bahwa jumlah tersebut tidak dapat ditingkatkan, minimal dipertahankan di masa yang akan datang. Dengan demikian, suatu kenaikan dividen dapat memberikan *signal* bagi investor yang menggambarkan manajemen

bahwa laba dan arus kas (*cash flow*) perusahaan telah bertumbuh secara permanen. Sebaliknya penurunan dividen akan dianggap oleh investor sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun.

Selain itu tujuan *pembayaran dividen* adalah memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang saham sangat beralasan, karena tingginya dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham. Sebagian investor menanamkan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh dividen. Mereka percaya bahwa dividen yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan mempunyai prospek bagus dimasa yang akan datang. *Pembayaran dividen* yang tinggi ini dapat digunakan untuk menunjukkan likuiditas perusahaan. Dengan dibayarkannya dividen diharapkan kinerja perusahaan dimata investor bagus. Sering dijumpai bahwa sebagian perusahaan memberikan dividen dalam jumlah tetap untuk setiap periode. Hal ini dilakukan karena perusahaan ingin diakui oleh investor bahwa perusahaan yang bersangkutan adalah mampu menghadapi gejolak ekonomi dan mampu memberikan hasil kepada investor.

Teori yang mendukung tentang argumen ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan J. Litner dalam Mutamimah dan Sulistyono(2000:125) yaitu teori *bird-in-the hand theory*, bahwa para pemegang saham lebih suka kalau *earning* dibagikan dalam bentuk dividen daripada laba ditahan. Alasan mereka adalah bahwa pembayaran dividen merupakan penerimaan yang pasti dibandingkan dengan *capital gain*. Mereka mengkiaskan bahwa

satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara, teori inilah yang disebut *bird-in the hand theory*.

Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan “Besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham berpengaruh positif terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen” **dapat diterima.**

2) Pengujian terhadap koefisien regresi Ukuran Perusahaan

Untuk menginterpretasikan data pada tabel 4.4 kita kembali ke hipotesis yang menyatakan :

Ho4 : Tidak ada pengaruh negatif secara signifikan antara ukuran perusahaan, secara parsial terhadap *abnormal return*.

Ha4 : Ada pengaruh negatif secara signifikan antara ukuran perusahaan, secara parsial terhadap *abnormal return*

Jika, *P-value* nilai $t > \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 diterima

Jika, *P-value* nilai $t < \alpha$ ($\alpha = 0,05$), maka H_0 ditolak

Hasil perhitungan pada regresi diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 0,429 dan *p-value* sebesar 0,670. Dengan demikian *p-value* lebih besar dari 0,05 maka H_0 diterima dan H_a ditolak artinya ukuran perusahaan secara parsial tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return*. Hal ini berarti semakin besar ukuran perusahaan tidak akan mempengaruhi terhadap besar kecilnya *abnormal return* yang diperoleh oleh investor. Dengan demikian hasil ini tidak sesuai dengan yang

dengan Nilai Pasar Saham, dimana semakin besar nilai pasar saham perusahaan maka perusahaan tersebut dengan mudah dapat mengakses pasar modal, berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana.

Dengan ukuran perusahaan yang besar, maka perusahaan akan dengan mudah melakukan ekspansi pasar (meningkatkan volume penjualan). Dengan demikian perusahaan yang ukurannya besar, akan berpeluang menghasilkan laba yang lebih besar. Sehingga investor akan lebih tertarik pada perusahaan yang ukurannya lebih besar, akibatnya harga saham akan meningkat karena permintaan lebih besar dari pada penawaran. Dengan adanya peningkatan harga saham maka return saham akan mengalami peningkatan, karena return meningkat maka abnormal return juga akan mengalami peningkatan.

Dengan demikian hipotesis keempat yang menyatakan “Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* yang diterima pemegang saham pada saat pengumuman perubahan pembayaran dividen” tidak dapat diterima.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji apakah para pemegang saham bereaksi terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen yaitu dividen yang menurun dan dividen yang meningkat dalam hubungannya dengan *return* saham (apakah pengumuman perubahan pembayaran dividen mempunyai kandungan informasi dalam hubungannya dengan *return* saham). Selain itu tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap besarnya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham disekitar pengumuman perubahan pembayaran dividen. Variabel spesifik perusahaan dalam penelitian adalah besarnya perubahan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham dan ukuran perusahaan.

Untuk menguji kandungan informasi dividen peneliti menggunakan metodologi studi peristiwa dan pengujian hipotesisnya menggunakan uji-t. model *expected return* yang digunakan adalah *market model* dengan beta koreksi. Sedangkan untuk menguji pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham peneliti menggunakan model regresi dan pengujian hipotesisnya menggunakan uji t.

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan di Bab terdahulu, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah:

1. Dengan adanya pengumuman dividen naik reaksi pemegang saham pada periode t-5 sebelum pengumuman dan t+1 serta t+3 sesudah pengumuman *dividen* meningkat Hasil pengujian hipotesis pertama menemukan bahwa pemegang saham bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman kenaikan dividen di Bursa Efek Jakarta. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman kenaikan dividen merupakan informasi positif (*good news*) bagi pasar, yang menyebabkan pasar bereaksi lebih dari keadaan normalnya.
2. Dengan adanya pengumuman dividen yang menurun reaksi pemegang saham Jika dilihat dari besarnya rata-rata *Abnormal Return* menunjukkan bahwa sebagian besar periode pengamatan memiliki nilai *abnormal return* yang negatif yaitu pada t-5, t-3, t-2, t0, t+2, t+3 dan t+5. Hasil pengujian hipotesis kedua menemukan bahwa pada t+3 pemegang saham bereaksi negatif dan signifikan terhadap pengumuman penurunan dividen di Bursa Efek Jakarta. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman penurunan dividen merupakan informasi buruk (*bad news*) bagi pasar, yang menyebabkan pasar bereaksi di bawah dari keadaan normalnya.
3. Secara parsial saat periode penelitian menunjukkan bahwa perubahan *pembayaran dividen* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *abnormal return*. Artinya semakin besar *pembayaran dividen* yang diberikan kepada pemegang saham maka *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akan semakin meningkat, begitu juga sebaliknya semakin rendah perubahan *pembayaran dividen* maka semakin rendah pula *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham.

4. Secara parsial saat periode penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return*. Artinya variabilitas ukuran perusahaan belum dapat menentukan besarnya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham.



5.2. Saran

1. Berdasarkan kesimpulan diatas, perusahaan-perusahaan *go public* sebaiknya mengantisipasi keadaan di pasar sebelum peristiwa pengumuman dividen, yaitu dengan cara mengasosiasikan *pengumuman dividen* merupakan sinyal yang informatif kepada investor mengenai prospek perusahaan yang bagus dimasa yang akan datang. Hal ini akan mendorong para investor mempunyai anggapan yang positif atas pengumuman *dividen* sehingga harga saham akan mengalami peningkatan setelah adanya pengumuman tersebut.
2. Bagi investor sebaiknya menanamkan investasinya pada saham kelompok dividen meningkat untuk tujuan jangka panjang, hal ini disebabkan saham yang mempunyai dividen meningkat cenderung memperoleh return tidak normal yang positif, sedangkan untuk tujuan jangka pendek sebaiknya menanamkan investasinya pada perusahaan kelompok dividen menurun, dimana keuntungan yang diperoleh hanya mengandalkan *capital gain*, yaitu dengan membeli harga saham pada saat terendah, tanpa menahan lama jika telah terjadi peningkatan harga dilakukan aksi jual.
3. Perlunya penelitian yang lebih spesifik yaitu memisahkan antara perusahaan non keuangan dengan perusahaan keuangan yang mempunyai kebijakan dividen yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Ghozali, Imam (2001), "*Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program SPSS*", Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Gujarati, Damodar, dan Sumarno Zain, (1978), *Ekonometrika Dasar*, Jakarta: Erlangga.
- Hartono, N. J., (2000), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi kedua, Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, M. J., dan Suriyanto, "*Bias Di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta*," Makalah Seminar, pada Seminar Nasional Hasil-hasil Penelitian, Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis, (1999), UNDIP Semarang.
- Husnan, Suad. (1982), *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE.
- Kartini (2001), *Analisis Reaksi Pemegang Saham terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Siasat Bisnis No.6 Vol.2. halaman 121-249.
- Mulyati, Sri (2003), *Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai dan Dividen Yield di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Siasat Bisnis No.8 (Desember) Vol.2, halaman 233-249.
- Prasetyono, Agus (2004), *Pengaruh Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen Terhadap Reaksi Pemegang Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia..
- Sugiyono (1999), *Metodologi Penelitian Bisnis*, Bandung: CV ALFABETA.

LAMPIRAN

Lampiran 1

1.1 Daftar Nama Perusahaan Dan Tanggal Publikasi Kenaikan Dividen

No	Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Publikasi Kenaikan Dividen
1	EKAD	PT. Eka Dharma Tape Industri Tbk.	09/09/2003
2	MREI	PT. Maskapai Reasuransi Tbk.	19/06/2003
3	BDMN	PT. Bank Danamon Tbk.	09/06/2003
4	ASDM	PT. Asuransi Dayin Tbk.	10/06/2003
5	ASRM	PT. Asuransi Ramayana Tbk.	27/05/2003
6	SMRA	PT. Summerecoon Agung Tbk.	23/06/2003
7	PTRO	PT. Petro Sea Tbk.	12/06/2003
8	AHAP	PT. Asuransi Harta Aman Tbk.	26/05/2003
9	MEDC	PT. Medco Energi Internasional Tbk.	01/05/2003
10	BMTR	PT. Bimantara Citra Tbk.	19/05/2003
11	TLKM	PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk.	13/05/2003
12	RALS	PT. Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	10/06/2003
13	AALI	PT. Astra Argo Lestari Tbk.	14/05/2003
14	HITS	PT. Humpuss Intermoda Trans Tbk.	12/05/2003
15	ALFA	PT. Alfa Retailindo Tbk.	30/06/2003
16	GMTD	PT. Gowa Makkasar Tourism Dev Tbk.	25/06/2003
17	AMFG	PT. Asahisma Flat Glass Tbk.	22/06/2004
18	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk.	23/04/2004
19	DYNA	PT. Dynaplast Tbk.	01/07/2004
20	HMSP	PT. H. M Sampoerna Tbk.	07/07/2004
21	TSPC	PT. Tempo Scan Pasific Tbk.	02/07/2004
22	UNVR	PT. Unilever Tbk.	25/06/2004
23	MERK	PT. Merk Tbk.	14/04/2004
24	MYOR	PT. Mayora Indah Tbk.	22/06/2004
25	TGKA	PT. Tiga Raksa Satria Tbk.	20/04/2004
26	PLIN	PT. Plaza Indonesia Realty Tbk.	30/04/2004
27	FAST	PT. Fast Food Indonesia Tbk.	11/06/2004
28	TURI	PT. Tunas Ridean Tbk	18/05/2004
29	TRIM	PT. Trimegah Securities Tbk.	31/05/2004
30	DEFI	PT. Dana Supra Erapacific Tbk.	10/06/2004

1.2 Daftar Nama Perusahaan Dan Tanggal Publikasi Penurunan Dividen

No	Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Publikasi Penurunan Dividen
1	BYSB	PT. Bayer Indonesia Tbk.	29/05/2003
2	ASBI	PT. Asuransi Bintang Tbk.	11/06/2003
3	RIGS	PT. Rig Tenders Tbk.	19/06/2003
4	BLTA	PT. Berlian Laju Tanker Tbk.	14/05/2003
5	POOL	PT. Pool Advisa Indonesia Tbk.	16/02/2003
6	MPPA	PT. Matahari Putra prima Tbk.	21/05/2003
7	TINS	PT. Timah Tbk.	12/05/2003
8	ANTM	PT. Aneka Tambang (Persero) Tbk.	01/07/2003
9	MEGA	PT. Bank Mega Tbk.	11/02/2003
10	AKSI	PT. Aksi Kapitalindo Tbk	18/06/2003
11	KAEF	PT. Kimia Farma Tbk.	19/05/2004
12	SMGR	PT. Semen Gresik Tbk.	16/12/2004
13	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk.	28/06/2004
14	ISAT	PT. Indosat Tbk.	24/06/2004
15	CMPP	PT. Centris Multi Persada Tbk.	01/07/2004
16	HEXA	PT. Hexindo Adiperkasa Tbk.	17/06/2004
17	LTLS	PT. Lautan Luas Tbk.	31/05/2004
18	SMDR	PT. Samudra indonesia Tbk.	24/05/2004
19	PANS	PT. Panin Sekuritas Tbk.	02/06/2004
20	BBIA	PT. Bank Buana Indonesia Tbk.	25/05/2004
21	PANR	PT. Panorama Sentra Wisata Tbk.	27/05/2004
22	SCMA	PT. Surya Citra Media	19/07/2004

Lampiran 2

2.1 PERHITUNGAN PERUBAHAN DPS UNTUK KELOMPOK KENAIKAN DIVIDEN

KODE	DPS t-1	DPS t	Δ DPS
EKAD	75	90	15
MREI	8	25	17
BDMN	5,85	19	13
ASDM	5	28	23
ASRM	65	80	15
SMRA	10	15	5
PTRO	100	200	100
AHAP	70	150	80
MEDC	85	110	25
BMTR	15	20	5
RALS	75	100	25
AALI	7	10	3
HITS	50	90	40
ALFA	7	9	2
GMTD		1	1
AMFG	10	12	2
AUTO	65	85	20
DYNA	50	60	10
TLKM	44,08	211	167
HMSP	25	140	115
TSPC	300	400	100
UNVR	350	500	150
MERK	400	1.000	600
MYOR	5	20	15
TGKA	100	345	245
PLIN	10	13	3
FAST	11	16	5
TURI	11	16	5
TRIM	1	2	1
DEFI	6	15	9

2.2 PERHITUNGAN PERUBAHAN DPS UNTUK KELOMPOK PENURUNAN DIVIDEN

KODE	DPS t-1	DPS t	Δ DPS
BYSB	180	100	-80
ASBI	70	45	-25
RIGS	500	400	-100
BLTA	15	13	-3
POOL	60	40	-20
MPPA	31	11	-20
TINS	118,93	25	-94
ANTM	75,66	47	-29
MEGA	48	9	-39
AKSI	6	4	-2
KAEF	10,72	2	-9
SMGR	267,61	115	-153
GGRM	300	200	-100
ISAT	561,2	146	-415
CMPP	20	18	-2
HEXA	180	80	-100
LTLS	15,5	5	-11
SMDR	122	100	-22
PANS	20	18	-2
BBIA	134	6	-128
PANR	9,48	1	-8
SCMA	15	30	15

Lampiran 3

3.1 DATA ABNORMAL RETURN KELOMPOK KENAIKAN DIVIDEN

No	KODE	Tanggal	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t-0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	ARTN
1	EKAD	09/09/2003	0,09101	0,00854	-0,0054	-0,0168	0,07265	-0,0224	0,03277	0,00988	0,03652	-0,0234	0,0263	0,209650
2	MREI	19/06/2003	-0,0028	-0,0036	0,01656	-0,0366	0,09559	-0,0002	-0,0065	-0,03	0,02002	-0,0003	-0,0157	0,036440
3	BDMN	09/06/2003	-0,0331	-0,027	-0,0051	-0,0197	-0,0165	-0,026	-0,0187	-0,0065	-0,0121	0,12844	0,02252	-0,013670
4	ASDM	10/06/2003	0,00647	-0,0064	0,04169	-0,0008	-0,0807	0,02776	-0,0221	0,00206	-0,024	-0,0075	0,00708	-0,056380
5	ASRM	27/05/2003	-0,0104	0,00077	0,00288	-0,0104	-0,0091	-0,0019	-0,0188	-0,002	-0,0164	0,00484	-0,0033	-0,063900
6	SMRA	23/06/2003	-0,0045	-0,0417	0,01229	0,01396	-0,0022	-0,0145	-0,0132	-0,0252	0,09049	-0,0169	-0,0467	-0,048020
7	PTRO	12/06/2003	-0,0086	0,00168	-0,0113	-0,0249	0,03266	0,03343	-0,0243	-0,0021	0,00613	0,02218	-0,0089	0,015990
8	AHAP	26/05/2003	0,0154	-0,0143	-0,0013	0,20118	-0,0142	-0,0197	-0,0184	-0,0311	0,00098	-0,0276	0,00475	0,104630
9	MEDC	01/05/2003	0,02381	-0,0151	-0,0099	0,0099	-0,014	-0,0028	0,00909	-0,0051	-0,0096	-0,0194	0,02226	-0,010890
10	BMTR	19/05/2003	-0,0151	-0,0254	0,00575	0,01099	-0,0116	0,01084	0,0315	-0,0177	0,00228	0,00193	-0,007	-0,013430
11	RALS	10/06/2003	-0,0024	0,00647	-0,0086	-0,0411	0,02528	-0,016	0,01684	0,02347	-0,0297	0,01676	0,00762	-0,001350
12	AALI	14/05/2003	-0,0039	-0,0258	0,00391	-0,0075	0,00181	-0,004	-0,0313	0,00309	0,01639	0,00228	0,0027	-0,042250
13	HITS	12/05/2003	-0,0273	0,01447	0,00141	0,00358	0,00239	-0,0108	0,08668	-0,0274	-0,0173	-0,0023	0,00068	0,024070
14	ALFA	30/06/2003	0,00069	-0,0349	0,03703	-0,0354	0,0363	0,00017	-2E-05	-6E-05	-0,0001	-0,0355	-0,0002	-0,032090
15	GMTD	25/06/2003	0,00537	-0,0062	0,28309	0,00408	0,00511	-0,0011	0,00148	-0,01	0,00025	-0,0022	-0,0024	0,277540
16	AMFG	22/06/2004	0,09841	-0,0441	0,03135	0,15435	0,05286	0,04008	0,02417	0,0616	0,04568	0,0329	0,07033	0,567593
17	AUTO	23/04/2004	0,00105	-0,0709	0,00182	0,0018	0,02118	0,00155	-0,0175	0,00172	0,00171	0,00169	0,00167	-0,054190
18	DYNA	01/07/2004	0,07834	0,01263	0,04692	0,03414	0,02136	0,05565	0,04287	0,02737	0,1459	0,04888	-0,0081	0,505967
19	TLKM	13/05/2003	-0,0017	0,01473	0,00187	-0,0104	0,01026	-0,0004	-0,0102	-0,0176	0,01882	0,0046	-0,0051	0,004920
20	HMSB	07/07/2004	0,17637	0,04857	-0,0391	0,26369	0,10451	0,04788	0,0351	0,19183	0,05661	0,0407	0,07812	1,004233
21	TSPC	02/07/2004	0,02713	0,01199	-0,0299	-0,0019	-0,0398	0,02703	0,06132	0,04854	0,08011	-0,0067	0,02033	0,198188
22	UNVR	25/06/2004	0,05369	0,0088	0,07521	-0,0095	-0,0967	0,08394	0,18227	0,05448	0,03974	0,02696	0,11458	0,447996
23	MERK	14/04/2004	0,10462	0,08455	0,03303	0,02081	0,04354	0,10533	0,00525	-0,0052	0,0051	0,10503	-0,005	0,497120
24	MYOR	22/06/2004	0,04589	0,08331	-0,0705	-0,0046	0,09205	-0,0761	0,06335	0,04785	0,03507	0,06936	-0,0566	0,229011
25	TGKA	20/04/2004	-0,0006	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,0005	-0,005710
26	PLIN	30/04/2004	-0,0012	-0,0012	-0,0012	-0,0012	-0,0011	-0,0011	-0,0011	-0,0011	-0,0011	-0,0011	-0,0011	-0,012440
27	FAST	11/06/2004	-0,0017	-0,0016	-0,0015	-0,0015	-0,0014	-0,0013	-0,0013	-0,0012	-0,0012	-0,0011	-0,0011	-0,014890
28	TURI	18/05/2004	0,04253	0,0119	-0,0163	-0,0446	-0,0607	0,0461	0,04345	-0,0307	0,02789	-0,0019	-0,0163	0,001490
29	TRIM	31/05/2004	-0,006	-0,0425	-0,0055	-0,0054	0,03273	-0,0423	0,0341	0,2132	0,05402	-0,0926	-0,0269	0,112832
30	DEFI	10/06/2004	-0,0556	-0,0928	-0,08	-0,0143	0,01517	0,08874	0,02303	0,10249	-0,0094	0,03176	0,18981	0,198836

Lampiran 4

4.1 PERHITUNGAN SIZE UNTUK KELOMPOK KENAIKAN DIVIDEN

KODE	Harga Saham	Saham Beredar	SIZE	ln SIZE
EKAD	600	44.721.600	26832960000	24,012897
MREI	175	91.000.000	15925000000	23,491156
BDMN	1300	4.857.852.780	6,31521E+12	29,473982
ASDM	160	192.000.000	30720000000	24,14818
ASRM	575	57.021.276	32787233700	24,213305
SMRA	190	1.873.528.800	3,5597E+11	26,598114
PTRO	1950	102.600.000	2,0007E+11	26,021933
AHAP	3550	12.000.000	42600000000	24,47512
MEDC	1400	3.332.451.450	4,66543E+12	29,171202
BMTR	2525	1.020.227.847	2,57608E+12	28,577288
RALS	2725	1.400.000.000	3,815E+12	28,969962
AALI	1500	1.527.910.000	2,29187E+12	28,460387
HITS	925	450.000.000	4,1625E+11	26,754552
ALFA	700	468.000.000	3,276E+11	26,515059
GMTD	270	101.538.000	27415260000	24,034366
AMFG	1850	434.000.000	8,029E+11	27,411496
AUTO	1850	757.570.280	1,40151E+12	27,968568
DYNA	1525	307.141.440	4,68391E+11	26,872569
TLKM	4100	10.079.999.640	4,1328E+13	31,352561
HMSP	5000	4.500.000.000	2,25E+13	30,744536
TSPC	7000	450.000.000	3,15E+12	28,778424
UNVR	3625	7.630.000.000	2,76588E+13	30,950963
MERK	19400	22.400.000	4,3456E+11	26,7976
MYOR	925	766.584.000	7,0909E+11	27,287249
TGKA	3400	87.475.500	2,97417E+11	26,4184
PLIN	6000	345.000.000	2,07E+12	28,35857
FAST	950	446.250.000	4,23938E+11	26,772852
TURI	350	1.395.000.000	4,8825E+11	26,914093
TRIM	125	320.000.000	40000000000	24,412145
DEFI	150	67.600.000	10140000000	23,039754

5.2 T-Test (Kelompok Penurunan dividen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ARt-5	22	-.0121617	.02922563	.00623093
ARt-4	22	.0075931	.03448832	.00735293
ARt-3	22	-.0086040	.03323474	.00708567
ARt-2	22	-.0080361	.03334531	.00710924
ARt-1	22	.0044575	.03539056	.00754529
ARt-0	22	-.0017583	.03048666	.00649978
ARt+1	22	.0056898	.03323324	.00708535
ARt+2	22	-.0009791	.03986043	.00849827
ARt+3	22	-.0199670	.03069472	.00654414
ARt+4	22	.0006478	.05825809	.01242067
ARt+5	22	-.0024767	.04968278	.01059240

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
ARt-5	-1.952	21	.064	-.0121617	-.0251196	.0007962
ARt-4	1.033	21	.314	.0075931	-.0076982	.0228843
ARt-3	-1.214	21	.238	-.0086040	-.0233394	.0061315
ARt-2	-1.130	21	.271	-.0080361	-.0228205	.0067484
ARt-1	.591	21	.561	.0044575	-.0112338	.0201488
ARt-0	-.271	21	.789	-.0017583	-.0152754	.0117587
ARt+1	.803	21	.431	.0056898	-.0090450	.0204246
ARt+2	-.115	21	.909	-.0009791	-.0186523	.0166940
ARt+3	-3.051	21	.006	-.0199670	-.0335763	.0063577
ARt+4	.052	21	.959	.0006478	-.0251824	.0264779
ARt+5	-.234	21	.817	-.0024767	-.0245048	.0195514

Lampiran 6

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ARTN	.06315790	.219402236	52
D_DPS	9.0192	123.11854	52
SIZE	26.9949	2.26508	52

Correlations

		ARTN	D DPS	SIZE
Pearson Correlation	ARTN	1.000	.446	.034
	D_DPS	.446	1.000	-.046
	SIZE	.034	-.046	1.000
Sig. (1-tailed)	ARTN	.	.000	.404
	D_DPS	.000	.	.374
	SIZE	.404	.374	.
N	ARTN	52	52	52
	D_DPS	52	52	52
	SIZE	52	52	52

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, D_DPS ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ARTN

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.449 ^a	.202	.169	.200000281	2.036

a. Predictors: (Constant), SIZE, D_DPS

b. Dependent Variable: ARTN

Residuals Statistics

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.256366	53411299	06315790	.098518324	52
Residual	-.332846	83651716	00000000	.196039488	52
Std. Predicted Value	-3.243	4.780	.000	1.000	52
Std. Residual	-1.664	4.183	.000	.980	52

a. Dependent Variable: ARTN



Lampiran 8

Uji Autokorelasi

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, D_DPS ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

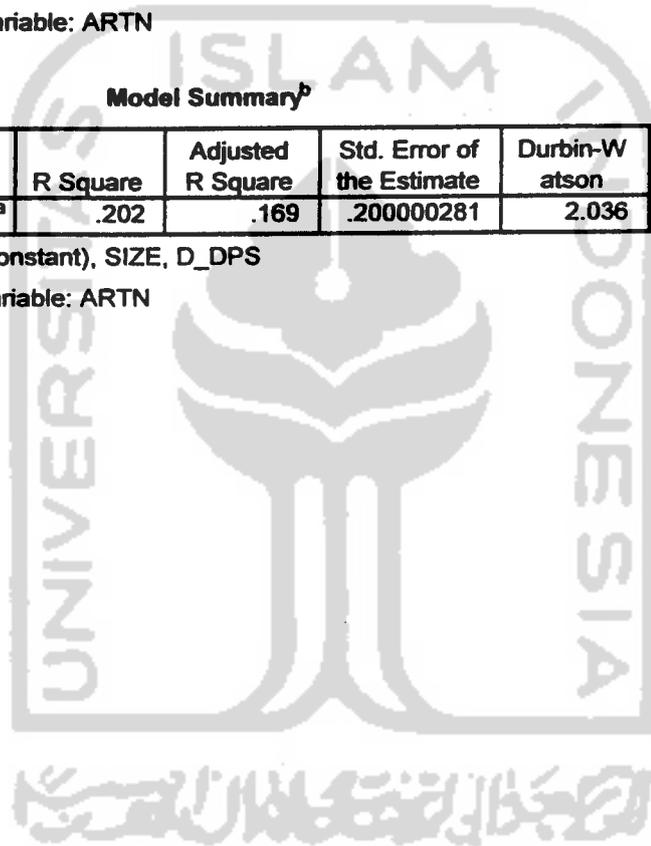
b. Dependent Variable: ARTN

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.449 ^a	.202	.169	.20000281	2.036

a. Predictors: (Constant), SIZE, D_DPS

b. Dependent Variable: ARTN



Lampiran 10

Tabel Durbin-Watson Statistic : 5 percent significant points of dL and dU

N	K=1		K=2		K=3		K=4		K=5		K=6		K=7		K=8		K=9		K=10		
	dL	dU																			
6	0,610	1,400																			
7	0,700	1,356	0,467	1,896																	
8	0,763	1,332	0,559	1,777	0,368	2,287															
9	0,824	1,320	0,629	1,699	0,455	2,128	0,296	2,588													
10	0,879	1,320	0,697	1,641	0,525	2,016	0,376	2,414	0,243	2,822											
11	0,927	1,324	0,758	1,604	0,595	1,928	0,444	2,283	0,316	2,645	0,203	3,005									
12	0,971	1,331	0,812	1,579	0,658	1,864	0,512	2,177	0,379	2,506	0,268	2,832	0,171	3,149							
13	1,010	1,340	0,861	1,562	0,715	1,816	0,574	2,094	0,445	2,390	0,328	2,692	0,230	2,985	0,147	3,266					
14	1,045	1,350	0,905	1,551	0,767	1,779	0,632	2,030	0,505	2,296	0,389	2,572	0,286	2,848	0,200	3,111	0,127	3,360			
15	1,077	1,361	0,946	1,543	0,814	1,750	0,685	1,977	0,562	2,220	0,447	2,472	0,343	2,727	0,251	2,979	0,175	3,216	0,111	3,438	
16	1,106	1,371	0,982	1,539	0,857	1,728	0,734	1,935	0,615	2,157	0,502	2,388	0,398	2,624	0,304	2,860	0,222	3,090	0,155	3,304	
17	1,133	1,381	1,015	1,536	0,897	1,710	0,779	1,900	0,664	2,104	0,554	2,318	0,451	2,537	0,356	2,757	0,272	2,975	0,198	3,184	
18	1,158	1,391	1,046	1,535	0,933	1,696	0,820	1,872	0,710	2,060	0,603	2,257	0,502	2,461	0,407	2,667	0,321	2,873	0,244	3,073	
19	1,180	1,401	1,074	1,536	0,967	1,685	0,859	1,848	0,752	2,023	0,649	2,206	0,459	2,396	0,456	2,589	0,369	2,783	0,290	2,974	
20	1,120	1,411	1,100	1,537	0,998	1,676	0,894	1,828	0,792	1,991	0,692	2,162	0,595	2,339	0,502	2,521	0,416	2,704	0,336	2,885	
21	1,221	1,420	1,125	1,538	1,026	1,669	0,927	1,812	0,829	1,964	0,732	2,124	0,637	2,290	0,547	2,460	0,461	2,633	0,380	2,806	
22	1,239	1,429	1,147	1,541	1,053	1,664	0,958	1,797	0,863	1,940	0,769	2,090	0,677	2,246	0,588	2,407	0,504	2,571	0,424	2,734	
23	1,257	1,437	1,168	1,543	1,078	1,660	0,986	1,785	0,895	1,920	0,804	2,061	0,715	2,208	0,628	2,360	0,545	2,514	0,465	2,670	
24	1,273	1,446	1,188	1,546	1,101	1,656	1,013	1,775	0,925	1,902	0,837	2,033	0,751	2,174	0,666	2,318	0,584	2,464	0,506	2,613	
25	1,288	1,454	1,206	1,550	1,123	1,654	1,038	1,767	0,953	1,886	0,868	2,012	0,784	2,144	0,702	2,280	0,621	2,419	0,544	2,560	
26	1,302	1,461	1,224	1,553	1,143	1,652	1,062	1,759	0,979	1,873	0,897	1,992	0,816	2,117	0,735	2,246	0,657	2,379	0,581	2,513	
27	1,316	1,469	1,240	1,556	1,162	1,651	1,084	1,753	1,004	1,861	0,925	1,974	0,845	2,093	0,767	2,216	0,691	2,342	0,616	2,470	
28	1,328	1,476	1,255	1,560	1,181	1,650	1,104	1,747	1,028	1,850	0,951	1,958	0,874	2,071	0,798	2,188	0,723	2,309	0,650	2,431	
29	1,341	1,483	1,270	1,563	1,198	1,650	1,124	1,743	1,050	1,841	0,975	1,944	0,900	2,052	0,826	2,164	0,753	2,278	0,682	2,396	

10	1,352	1,489	1,284	1,567	1,214	1,650	1,143	1,739	1,071	1,834	0,998	1,931	0,926	2,034	0,854	2,141	0,782	2,251	0,712	2,363
11	1,363	1,496	1,297	1,570	1,229	1,650	1,160	1,735	1,090	1,825	1,020	1,920	0,950	2,018	0,879	2,120	0,810	2,226	0,741	2,333
12	1,373	1,502	1,309	1,574	1,244	1,650	1,177	1,732	1,109	1,819	1,041	1,909	0,972	2,004	0,904	2,102	0,836	2,203	0,769	2,306
13	1,383	1,508	1,321	1,577	1,258	1,651	1,193	1,730	1,127	1,813	1,061	1,900	0,994	1,991	0,927	2,085	0,861	2,181	0,795	2,281
14	1,393	1,514	1,333	1,580	1,271	1,652	1,208	1,728	1,144	1,808	1,080	1,891	1,015	1,979	0,950	2,069	0,885	2,162	0,821	2,257
15	1,402	1,519	1,343	1,584	1,283	1,653	1,222	1,726	1,160	1,803	1,097	1,884	1,034	1,967	0,971	2,054	0,908	2,144	0,845	2,236
16	1,411	1,525	1,354	1,587	1,295	1,654	1,236	1,724	1,175	1,799	1,114	1,877	1,053	1,957	0,991	2,041	0,930	2,127	0,868	2,216
17	1,419	1,530	1,364	1,590	1,307	1,655	1,249	1,723	1,190	1,795	1,131	1,870	1,071	1,948	1,011	2,029	0,951	2,112	0,791	2,197
18	1,427	1,535	1,373	1,594	1,318	1,656	1,261	1,722	1,204	1,792	1,146	1,864	1,088	1,939	1,029	2,017	0,970	2,098	0,912	2,180
19	1,435	1,540	1,382	1,597	1,328	1,658	1,273	1,722	1,218	1,789	1,161	1,859	1,104	1,932	1,047	2,007	0,990	2,085	0,932	2,164
20	1,442	1,544	1,391	1,600	1,338	1,659	1,285	1,721	1,230	1,786	1,175	1,854	1,120	1,924	1,064	1,997	1,008	2,072	0,945	2,149
21	1,475	1,566	1,430	1,615	1,383	1,666	1,336	1,720	1,287	1,776	1,238	1,835	1,189	1,895	1,139	1,958	1,089	2,002	1,038	2,088
22	1,503	1,585	1,462	1,628	1,421	1,674	1,378	1,721	1,335	1,771	1,291	1,822	1,246	1,875	1,201	1,930	1,156	1,986	1,110	2,044
23	1,528	1,601	1,490	1,641	1,452	1,681	1,414	1,724	1,374	1,768	1,334	1,814	1,294	1,861	1,253	1,909	1,212	1,959	1,170	2,010
24	1,549	1,616	1,514	1,652	1,480	1,689	1,444	1,727	1,408	1,767	1,372	1,808	1,335	1,850	1,298	1,894	1,260	1,939	1,222	1,984
25	1,567	1,629	1,536	1,662	1,503	1,696	1,471	1,731	1,438	1,767	1,404	1,805	1,370	1,843	1,336	1,882	1,301	1,923	1,266	1,964
26	1,583	1,641	1,554	1,672	1,525	1,703	1,494	1,735	1,464	1,768	1,433	1,802	1,401	1,837	1,369	1,873	1,337	1,910	1,305	1,948
27	1,598	1,652	1,571	1,680	1,543	1,709	1,515	1,739	1,487	1,770	1,458	1,801	1,428	1,834	1,399	1,867	1,369	1,901	1,339	1,935
28	1,611	1,662	1,586	1,688	1,560	1,715	1,534	1,743	1,507	1,772	1,480	1,801	1,453	1,831	1,425	1,861	1,397	1,893	1,369	1,925
29	1,624	1,671	1,600	1,696	1,575	1,721	1,550	1,747	1,525	1,774	1,500	1,801	1,474	1,829	1,448	1,857	1,422	1,886	1,396	1,916
30	1,635	1,679	1,612	1,703	1,589	1,726	1,566	1,751	1,542	1,776	1,518	1,801	1,494	1,827	1,469	1,854	1,445	1,881	1,420	1,909
31	1,645	1,687	1,623	1,709	1,602	1,732	1,579	1,755	1,557	1,778	1,535	1,802	1,512	1,827	1,489	1,852	1,465	1,877	1,442	1,903
32	1,654	1,694	1,634	1,715	1,613	1,736	1,592	1,758	1,571	1,780	1,550	1,803	1,528	1,826	1,506	1,850	1,484	1,874	1,462	1,898
33	1,720	1,746	1,706	1,760	1,693	1,774	1,679	1,788	1,665	1,802	1,651	1,817	1,637	1,832	1,622	1,847	1,608	1,868	1,574	1,877
34	1,758	1,778	1,748	1,789	1,738	1,799	1,728	1,810	1,718	1,820	1,707	1,831	1,697	1,841	1,686	1,832	1,675	1,863	1,665	1,874