

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEPUTUSAN DIVIDEN DAN REAKSI PASAR
(Studi pada Perusahaan-perusahaan yang Listing
di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2012)**

**FACTORS INFLUENCING DIVIDEND DECISION
AND MARKET REACTION
(Study on The Companies Listed
in Indonesia Stock Exchange ,Year 2005-2012).**

Oleh
Zainul Kisman
120230100502

DISERTASI

Untuk memperoleh gelar Doktor dalam Ilmu Manajemen
Konsentrasi Manajemen Bisnis pada Universitas Padjadjaran
dengan wibawa Rektor Universitas Padjadjaran
Prof.Dr.med.Tri Hanggono Achmad, dr
Sesuai dengan Surat Keputusan Senat Komisi I/Guru Besar Universitas
Dipertahankan pada tanggal 10 Februari 2016
Di Universitas Padjadjaran



**PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN
KONSENTRASI MANAJEMEN BISNIS
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS PADJADJARAN
BANDUNG
2016**

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEPUTUSAN DIVIDEN DAN REAKSI PASAR
(Studi pada Perusahaan-perusahaan yang Listing
di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2012)**

**FACTORS INFLUENCING DIVIDEND DECISION
AND MARKET REACTION
(Study on The Companies Listed
in Indonesia Stock Exchange ,Year 2005-2012).**

Oleh
Zainul Kisman
120230100502

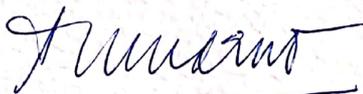
DISERTASI

Untuk memenuhi salah satu syarat ujian guna memperoleh gelar
Doktor Ilmu Manajemen
Telah disetujui oleh Tim Promotor pada tanggal
Seperti yang tertera dibawah ini
Bandung,.....



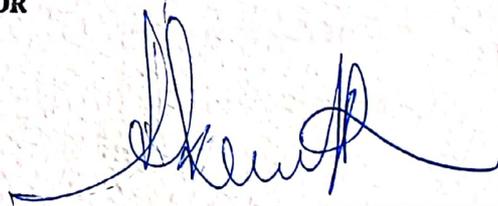
Prof.Dr.Hj.Rina Indiasuti,MSIE

KETUA PROMOTOR



Dr.Sumarno Zain,MBA

ANGGOTA PROMOTOR I



Dr.H.A.Kemal Hidayat,M.Sc

ANGGOTA PROMOTOR II

PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa :

1. Karya tulis saya, disertasi ini, adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (sarjana, magister, dan/atau doktor), baik di Universitas Padjadjaran maupun di perguruan tinggi lain.
2. Karya tulis ini adalah murni gagasan, rumusan, dan penelitian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan Tim Promotor dan masukan Tim Penelaah/Tim Penguji.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
4. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi ini.

Bandung, 29 Januari 2016

Yang membuat pernyataan,



(Zainul Kisman)
NPM 120230100502

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEPUTUSAN DIVIDEN DAN REAKSI PASAR
(Studi pada Perusahaan-perusahaan yang Listing
di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2012)**

**FACTORS INFLUENCING DIVIDEND DECISION
AND MARKET REACTION
(Study on The Companies Listed
in Indonesia Stock Exchange ,Year 2005-2012).**

Oleh
Zainul Kisman
120230100502

DISERTASI

Untuk memperoleh gelar Doktor dalam Ilmu Manajemen
Konsentrasi Manajemen Bisnis pada Universitas Padjadjaran
dengan wibawa Rektor Universitas Padjadjaran
Prof.Dr.med.Tri Hanggono Achmad, dr
Sesuai dengan Surat Keputusan Senat Komisi I/Guru Besar Universitas
Dipertahankan pada tanggal

Di Universitas Padjadjaran



**PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN
KONSENTRASI MANAJEMEN BISNIS
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS PADJADJARAN
BANDUNG
2016**

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEPUTUSAN DIVIDEN DAN REAKSI PASAR
(Studi pada Perusahaan-perusahaan yang Listing
di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2012)**

**FACTORS INFLUENCING DIVIDEND DECISION
AND MARKET REACTION
(Study on The Companies Listed
in Indonesia Stock Exchange ,Year 2005-2012).**

Oleh
Zainul Kisman
120230100502

DISERTASI

Untuk memenuhi salah satu syarat ujian guna memperoleh gelar
Doktor Ilmu Manajemen
Telah disetujui oleh Tim Promotor pada tanggal
Seperti yang tertera dibawah ini
Bandung,.....

Prof.Dr.Hj.Rina Indrastuti,MSIE

KETUA PROMOTOR

Dr.Sumarno Zain,MBA

ANGGOTA PROMOTOR I

Dr.H.A.Kemal Hidayat,M.Sc

ANGGOTA PROMOTOR II

PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa :

1. Karya tulis saya, disertasi ini, adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (sarjana, magister, dan/atau doktor), baik di Universitas Padjadjaran maupun di perguruan tinggi lain.
2. Karya tulis ini adalah murni gagasan, rumusan, dan penelitian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan Tim Promotor dan masukan Tim Penelaah/Tim Penguji.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
4. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi ini.

Bandung, 29 Januari 2016

Yang membuat pernyataan,

(Zainul Kisman)
NPM 120230100502

DALIL – DALIL

1. Reaksi pasar akibat keputusan emiten tidak membayar dividen akan negatif bila keputusan dividen yang diumumkan tidak memiliki *content of information*.
2. Reaksi pasar akibat keputusan *cash divided* emiten BUMN lebih rendah dibandingkan Non-BUMN.
3. Tingkat hasil pengembalian (*return*) yang diharapkan investor menentukan nilai investasi.
4. *Return* yang diharapkan atas suatu investasi dipengaruhi oleh tingkat resiko investasi tersebut.
5. Memperbaiki *cost structure, differensiasi* dan *inovasi* berpengaruh positif terhadap *competitive advantage*.
6. Mengurangi resiko yang dihadapi pelanggan akan meningkatkan *value* bagi pelanggan.
7. Kemajuan pendidikan suatu bangsa akan mudah berkembang apabila *literacy rate* bangsa itu mengalami pertumbuhan.

ABSTRACT

This study observed the phenomenon of disappearing dividend that is the phenomenon of the decreasing probability that the issuer choose the dividend decision (cash, stock and mixed) compared to choose the decision not to pay.

*Using **Multinomial logit model** by analysing a samples 204 non-financial issuers of BEI during the period 2005-2012 showed that the whole dependent variables such as agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity as well as liquidity have a significant effect to **the decision of the cash dividend** for the three period that is the pre-crisis period 2005-2008 , the post-crisis period 2009-2012 and the entire/full period 2005-2012. Except for debt and investment opportunities during post- crisis. Size and profitability have positive effect while the others are negative. Simultaneously independent variables have an influence on the decision of a cash dividend for the three period. The variables that most determines the probability of companies choose cash dividend decision is the size and profitability.*

*Then the probability of companies choosing **the stock dividend decision** is only influenced by two variables which significant in the pre-crisis period and the full period that is agency cost which have negative effect and size have positive effect. Simultaneously independent variables significantly influence the decision of a stock dividend in each period. The variables that most determines the probability the company chose stock dividend decision is size.*

*Futhermore, the tendency of companies choosing the **mixed dividend decision** for the pre-crisis period is only affected by size variables which has positive effect. For the post-crisis period and the full period 2005-2012 variables whose significant effect that is agency cost has negative effect then size also profitability have positive effect. While debt has negative effects in the period 2005-2012. Simultaneously independent variables significantly influence the mixed dividend decision each period. The variables that most determines the probability of companies chose mixed dividend decision is size and profitability.*

*Using **Event Study Model** in each period indicate that there is a positive market reaction to the announcement of the cash , stock and mixed dividend decision and then negative as a result of the decision not to pay .*

*Through **Multivariate Regression Model** , in each period all variables have significant effect on the market reaction. Except the agency cost and investment opportunities for the pre-crisis, investment opportunities and liquidity in the period 2009-2012 and agency cost in the period 2005-2012. Simultaneously independent variables significantly influence the market reaction.*

Key words: Agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity, liquidity, multinomial logit, event study, multivariate regression and dividend decision.

ABSTRAK

Penelitian ini mengamati fenomena *disappearing dividend* yakni fenomena semakin menurunnya probabilitas emiten memilih keputusan dividen (*cash, stock dan mixed*) dibanding memilih keputusan tidak membayar.

Dengan menggunakan Model Multinomial Logit data 204 emiten non-keuangan BEI selama periode 2005-2012 diperoleh hasil bahwa seluruh variabel prediktor seperti *agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity* serta *liquidity* mempengaruhi keputusan *cash dividend* untuk ketiga periode yakni pra-krisis 2005-2008, pasca-krisis 2009-2012 dan keseluruhan periode 2005-2012 kecuali hutang dan peluang investasi pada saat pasca-krisis. Pengaruh *size* dan *profitability* positif sedangkan variabel yang lain negatif. Secara simultan variabel prediktor bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan *cash dividend* untuk ketiga periode. Variabel yang paling menentukan probabilitas perusahaan memilih keputusan *cash dividend* adalah *size* dan profitabilitas.

Kemudian kecenderungan perusahaan memilih keputusan *stock dividend* hanya dipengaruhi oleh dua variabel saja yaitu *agency cost* yang pengaruhnya negatif dan *size* positif pada periode pra-krisis dan periode keseluruhan. Secara simultan variabel prediktor bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan *stock dividend* untuk masing-masing periode. Variabel yang paling menentukan pilihan terhadap keputusan ini adalah *size*.

Selanjutnya kecenderungan perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* hanya dipengaruhi oleh variabel *size* dan pengaruhnya positif pada periode pra-krisis. Pada periode pasca-krisis dan periode keseluruhan 2005-2012 yang berpengaruh yaitu *agency cost* berpengaruh negatif kemudian *size* dan *profitability* berpengaruh positif. Sedangkan pengaruh hutang negatif pada periode 2005-2012. Secara simultan variabel prediktor bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan *mixed dividend* pada masing-masing periode. Variabel yang paling menentukan perusahaan memilih keputusan ini adalah *size* dan profitabilitas.

Dengan menggunakan Model Event Study, pada masing-masing periode tampak reaksi pasar positif akibat pengumuman keputusan *cash, stock dan mixed dividend* dan negatif akibat keputusan tidak membayar.

Melalui persamaan Model Regresi Multivariat, pada masing-masing periode seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Kecuali *agency cost dan peluang investasi* untuk pra-krisis, peluang investasi dan likuiditas pada periode 2009-2012 serta *agency cost* pada periode 2005-2012. Secara simultan variabel prediktor bersama-sama berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Kata Kunci : *agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity, liquidity, Multinomial Logit, Event Study, Regresi Multivariat* dan keputusan dividen.

KATA PENGANTAR

Bismillahirrohmaanirrohim, dengan mengucapkan syukur Alhamdulillah Rabbil ‘Alamin keharibaan-Nya, atas rahmat dan kurnia-Nya yang dilimpahkan kepada penulis, sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.

Ucapan terima kasih sebagai penghargaan yang tulus dari penulis disampaikan kepada Prof. Dr. Hj. Rina Indiasuti, MSIE , Dr.Sumarno Zain, MBA dan Dr.H.A.Kemal Hidayat,M.Sc yang bertindak sebagai Tim Promotor. Tanpa kesabaran dan kesediaan beliau untuk membimbing penelitian dan penulisan disertasi, memicu penulis menjadi berpikir lebih kritis dan kreatif, maka sulit bagi penulis untuk menyelesaikan disertasi ini.

Selanjutnya penulis menyampaikan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada berbagai pihak yang telah memberikan arahan, bimbingan, bantuan serta do’a dimulai dari semasa penulis kuliah sampai akhir penulisan disertasi ini. Untuk itu, dalam kesempatan ini penulis menyampaikan rasa hormat dan ucapan terima kasih yang setulusnya kepada Yang Terhormat :

1. Bapak Prof.Dr.med.Tri Hanggono Achmad, dr, selaku Rektor Universitas Padjadjaran.
2. Bapak Dr.Nury Effendy, SE, MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjadjaran.
3. Ibu Prof.Dr.Hj. Ernie Trisnawati Sule, Msi, SE, selaku Ketua Program Doktor Ilmu Manajemen dan Bapak Erie Febrian, SE, MBA, M.Comm, Ph.D sebagai Sekretaris Program Doktor Ilmu Manajemen , Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjadjaran.

4. Bapak Prof.Dr.Yuyun Wirasasmita,Msc, Bapak Erie Febrian, SE, MBA, M.Comm, Ph.D, Bapak Aldrin Herwany, Ph.D, selaku penelaah yang telah mengkritisi dan memberikan masukan yang sangat berarti.
5. Bapak dan Ibu dosen di lingkungan Program Doktor Ilmu Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjadjaran .
6. Alm.Ayahanda H.Abd.Muis Nasution dan Almh.Siti Rakhimah Lubis, yang tidak hentihentinya memanjatkan do'a untuk keselamatan dan keberhasilan penulis. Beliau juga selalu mendorong dan memberikan pengertian kepada penulis ketika masih kanak tentang pentingnya mencari ilmu, agar hidup ini lebih berguna dan dapat pula bermanfaat bagi orang lain.
7. Hj. Anita Rudiarty, Mayang Athira Degesniari, SE dan Tamam Abdu Khairurraziq, istri dan anak-anakku yang dengan sabar dan penuh pengertian serta do'a juga pengorbanan yang tidak ternilai selalu memberikan dorongan kepada penulis.
8. Seluruh Kakanda, adinda dan keluarga besar, yang telah memberi dorongan dan do'a kepada penulis.
9. Seluruh pihak dan teman-teman dari Universitas Trilogi, Jakarta yang telah banyak membantu dan pengertiannya.
10. Teman-teman sesama mahasiswa DMB, tata usaha DMB Unpad dan pihak-pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Bandung, Januari 2016

Zainul Kisman

DAFTAR ISI

PENGESAHAN	
PERNYATAAN	
ABSTRACT	iii
ABSTRAK	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I : PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Penelitian	1
1.2 Identifikasi ,Pembatasan dan Rumusan Masalah	18
1.2.1. Identifikasi Masalah	18
1.2.2. Pembatasan Masalah.	20
1.2.3. Rumusan Masalah.	23
1.3 Tujuan Penelitian	23
1.4 Kegunaan Penelitian .	24
1.4.1.Kegunaan Aspek Praktis (Guna Laksana/Operasional)	24
1.4.2.Kegunaan Aspek Teoritis (Pengembangan Ilmu	25
Pengetahuan)	

BAB II :	KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	
2.1	Kajian Pustaka	26
2.1.1.	Signalling Hypothesis	27
2.1.2.	Bird-In-The-Hand Theory	29
2.1.3.	Dividend Irrelevance Theory	30
2.1.4.	Agency Theory	31
2.1.5.	Residual Dividend Theory	34
2.2	Penelitian Terdahulu	35
2.2.1.	Penelitian Terdahulu Mengenai Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Dividen .	36
2.2.2.	Penelitian Terdahulu Mengenai Keputusan Dividen , Reaksi Pasar/Abnormal Return dan Event Study	55
2.2.3.	Penelitian Terdahulu Mengenai Pengaruh Variabel Prediktor (Karakteristik Perusahaan) Terhadap Reaksi Pasar/Abnormal Return dan Model Regresi Multivariat (Explaining CAAR).	70
2.3.	Kerangka Pemikiran	79
2.4	Hipotesis	95
2.5	Posisi Penelitian	97
BAB III :	METODE PENELITIAN	98
3.1	Metode Yang Digunakan	98
3.2.	Operasionalisasi Variabel	99
3.3.	Sumber dan Cara Penentuan Data/Informasi	101

3.4. Teknik Pengumpulan Data	102
3.5. Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis	103
3.5.1 Rancangan Analisis	104
3.5.2. Uji Hipotesis	122
3.6 Rancangan Pemecahan Masalah	128
BAB IV: HASIL PENELITIAN, PEMBAHASAN DAN PEMECAHAN MASALAH	134
4.1. Deskripsi Statistik Karakteristik Perusahaan	139
4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit	143
4.2.1 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2008.	145
4.2.1.1 Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2005-2008	145
4.2.1.2 Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2008	149
4.2.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit 2009-2012	161
4.2.2.1 Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2009-2012	161
4.2.2.2 Pembahasan Model Multinomial Logit 2009-2012	164
4.2.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2012	169
4.2.3.1 Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2005-2012	169
4.2.3.2 Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2012.	172

4.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Event Study	182
4.3.1 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Event Study 2005-2008	182
4.3.1.1 Hasil Penelitian Model Event Study 2005-2008	183
4.3.1.2 Pembahasan Model Event Study 2005-2008	188
4.3.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Event Study 2009-2012.	191
4.3.2.1 Hasil Penelitian Model Event Study 2009-2012	191
4.3.2.2 Pembahasan Model Event Study 2009-2012	194
4.3.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Event Study 2005-2012	199
4.3.3.1 Hasil Penelitian Model Event Study 2005-2012	199
4.3.3.2 Pembahasan Model Event Study 2005-2012	202
4.4 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regressi Multivariat	206
4.4.1 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regressi Multivariat 2005-2008.	206
4.4.1.1 Hasil Penelitian Model Regressi Multivariat (Explaining CAARs) periode 2005-2008.	207
4.4.1.2 Pembahasan Model Regressi Multivariat 2005-2008	210
4.4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regressi Multivariat 2009-2012.	214
4.4.2.1 Hasil Penelitian Model Regressi Multivariat periode 2009-2012.	214
4.4.2.2 Pembahasan Model Regressi Multivariat 2009-2012	216
4.4.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regressi Multivariat	219

2005-2012.	
4.4.3.1 Hasil Penelitian Model Regresi Multivariat	219
2005-2012.	
4.4.3.2 Pembahasan Model Regresi Multivariat 2005-2012	220
4.5 Pemecahan Masalah	223
4.5.1 Rumusan Tujuan	223
4.5.2 Pemecahan masalah Disappearing Dividend	224
4.5.3 Penentuan Variabel Solusi	225
4.5.4 Pemetaan Strategi	231
4.5.5 Operasionalisasi Strategi, Rencana Tindakan serta Rencana	241
Evaluasi dan Pengendalian.	
BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN	244
5.1 Kesimpulan	244
5.2 Saran-Saran	248
5.2.1 Saran untuk Perusahaan	248
5.2.2 Saran untuk Investor	252
5.2.3 Saran untuk Peneliti Selanjutnya	252
5.2.4 Saran untuk Regulator (Pasar Modal)	253
DAFTAR PUSTAKA	255
LAMPIRAN	270

DAFTAR TABEL

No. Tabel	Judul Tabel	Halaman
Tabel 1.1.	Jumlah Perusahaan-perusahaan di BEI yang Mengumumkan Keputusan Bayar dan Tidak Bayar Dividen Terhadap Total Listing serta Rasio-rasio Terkait dengan Dividen dari Tahun 2005-2012.	4
Tabel 2.1.	Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Untuk Model 1 (Model Regresi Logistik): Mengenai Pengaruh Masing-Masing Variabel Independent Terhadap Probabilita Emiten Memilih Keputusan Membayar Dividen Dibandingkan Memilih Keputusan Tidak Membayar Dividen.	48
Tabel 2.2.	Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Untuk Model 2 (<i>Event Study Model</i>): Mengenai Keputusan Dividen, Reaksi Pasar/ <i>Abnormal Return</i> dan <i>Event Study</i> .	66
Tabel 2.3.	Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Untuk Model 3 (Model Regresi Multivariat - <i>Explaining CAARs</i>): Mengenai pengaruh variabel prediktor yang merupakan karakteristik perusahaan terhadap Reaksi Pasar/ <i>Abnormal Return</i> dan Model Regresi Multivariat (<i>Explaining CAARs</i>).	77
Tabel 4.1.	Jumlah Populasi Penelitian dan Prosentase Untuk Masing-Masing Industri di BEI.	134
Table 4.2.	Emiten BEI Yang Membayar Dividen : Cash,Stock,Mixed dan Tidak Bayar Menurut Sektor Pada Tahun 2005-2008 (Pra-Krisis), 2009-2012 (Pasca Krisis) dan Keseluruhan Periode 2005- 2012.	136
Tabel 4.3.	Jumlah Perusahaan yang Selalu Berturut-turut Tetap Memilih: Keputusan Membayar Dividen (Cash, Stock,	138

	atau Mixed) dan Keputusan Tidak Membayar sejak 2005-2012.	
Tabel 4.4.	Statistik Deskriptif Variabel Prediktor	141
Tabel 4.5.	Uji Beda Rata-Rata antar Variabel Prediktor	142
Tabel 4.6.	Pearson Correlations - Full Sample 2005-2012	144
Tabel 4.7.	Pearson Correlations – Pra Krisis 2005- 2008	144
Tabel 4.8.	Pearson Correlations – Pasca Krisis 2009- 2012	145
Tabel 4.9.	Hasil Multinomial Logit untuk Uji Pengaruh Karakteristik Emiten terhadap Probabilita Memilih Keputusan Cash Dividend, Keputusan Stock Dividend, Keputusan Mixed Dividend dibandingkan Memilih Keputusan Tidak Membayar Dividend di BEI: Periode Pra-Krisis 2005-2008.	146
Tabel 4.10.	Hasil Multinomial Logit untuk Uji Pengaruh Karakteristik Emiten terhadap Probabilita Memilih Keputusan Cash Dividend, Keputusan Stock Dividend, Keputusan Mixed Dividend dibandingkan Memilih Keputusan Tidak Membayar Dividend di BEI: Periode Pasca-Krisis 2009-2012.	162
Tabel 4.11.	Hasil Multinomial Logit untuk Uji Pengaruh Karakteristik Emiten terhadap Probabilita Memilih Keputusan Cash Dividend, Keputusan Stock Dividend, Keputusan Mixed Dividend dibandingkan Memilih Keputusan Tidak Membayar Dividend di BEI: Seluruh Periode 2005-2012.	169
Tabel 4.12.	Matrik Rekapitulasi Model Multinomial Logit	180
Tabel 4.13.	Respon Pasar (Kandungan Informasi) Pengumuman Keputusan Dividen Pra-Krisis 2005-2008.	183
Tabel 4.14.	Respon Pasar (Kandungan Informasi) Pengumuman Keputusan Dividen Pasca-Krisis 2009-2012.	191
Tabel 4.15.	Respon Pasar (Kandungan Informasi) Pengumuman	199

	Keputusan Dividen Periode Keseluruhan 2005-2012.	
Tabel 4.16.	Matrik Rekapitulasi Model Event Study	206
Tabel 4.17.	Pengaruh Keputusan Dividen Terhadap Reaksi Pasar: 2005-2008	208
Tabel 4.18.	Pengaruh Keputusan Dividen Terhadap Reaksi Pasar: 2009-2012	215
Tabel 4.19.	Pengaruh Keputusan Dividen Terhadap Reaksi Pasar: 2005-2012	219
Tabel 4.20.	Matrik Rekapitulasi Model Regresi Multivariat	222

DAFTAR GAMBAR

No. Gambar	Judul Gambar	Halaman
Gambar 2.1.	Ilustrasi Proses Pembayaran Dividen	58
Gambar 2.2.	Kerangka Pemikiran	82
Gambar 2.3.	Paradigma Penelitian Model Logit	87
Gambar 2.4.	Paradigma Penelitian <i>Event Study Model</i>	89
Gambar 2.5.	Paradigma Penelitian Model Regressi Multivariat	94
Gambar 3.1.	Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis	104
Gambar 3.2.	Periode Estimasi dan Periode Jendela	117
Gambar 3.3.	Rancangan Pemecahan Masalah	133
Gambar 4.1.	Kerangka Pemecahan Masalah	231
Gambar 4.2.	Pemetaan Strategi	232
Gambar 4.3.	Operasionalisasi Strategi, Rencana Tindakan serta Rencana Evaluasi dan Pengendalian.	243

DAFTAR LAMPIRAN

No. Lampiran	Judul Lampiran	Halaman
Lampiran 1	Hasil Deskriptif Statistik	270
Lampiran 2	Hasil Regresi Multinomial Logit	272
Lampiran 3	Hasil Event Study	281
Lampiran 4	Hasil Regresi Multivariat	287

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian.

Pada mulanya manajemen keuangan mengenal ada dua keputusan keuangan perusahaan yang cukup penting yakni keputusan investasi (*capital budgeting*) dan keputusan pendanaan (*financing*). Keputusan investasi menyangkut keputusan perusahaan tentang bagaimana pengadaan aktivitya dan keputusan pendanaan menyangkut bagaimana pembiayaan pengadaan aktiva tersebut. Tetapi didalam perjalanan, ketika perusahaan mengalami keuntungan muncul keputusan ketiga yakni keputusan dividend.

Apakah keuntungan itu seluruhnya dibagi sebagai dividen atau ditahan sebagai laba ditahan pada perusahaan? Seandainya dibagi kepada pemegang saham, berapa persen yang dibagi (*dividend payout*) ?Apakah keputusan dividen tersebut dalam bentuk tunai atau saham atau kombinasinya atau keputusan tidak membayar dividen? . Persoalan yang perlu diperhatikan ketika keputusan dividen ini diputuskan adalah bagaimana keputusan tersebut dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham perusahaan. Jadi tidak hanya melihat dari sudut kepentingan investasi perusahaan dan pendanaan saja tapi juga harus mempertimbangkan dampaknya terhadap nilai perusahaan dan reaksi pasar yaitu harga saham perusahaan di pasar (*market value*) (Megginson, 1997; Baker,et al,1985; Farelly,et al,1986).

Mengenai dividen ini menurut Black (1976) memang membingungkan (seperti *puzzle*). Misalnya hampir semua investor tahu bahwa pengenaan pajak atas dividen ini pada umumnya lebih besar dari *capital gain* , akibatnya investor beranggapan kalau keputusan dividen terutama yang tunai itu kurang menarik dibandingkan *capital gain*. Meskipun demikian , tetapi fakta yang ada masih banyak saja perusahaan yang menetapkan keputusan membayar dividen.

Masih banyak lagi *puzzle* mengenai dividen ini yang belum terungkap. Apalagi di pasar modal yang sedang berkembang seperti Indonesia. Semenjak itu banyak penelitian yang dilakukan untuk mencari jawaban atas *dividend puzzle* ini. Sampai Allen, Bernardo dan Welch (2000) berkesimpulan meskipun sudah cukup banyak penelitian tentang dividen tetap saja dividen adalah salah satu teka-teki tersulit “ *thorniest puzzle* “ dalam keuangan perusahaan.

Sampai saat ini debat tentang keputusan dividen, respon pasar dan model teoritisnya masih belum terpecahkan (*research gap*). Kebanyakan perdebatan itu didasarkan penelitian pada pasar modal yang sudah maju. Sangatlah terbatas penelitian masalah ini di pasar modal yang sedang berkembang.

Hasil penelitian (Glen *et al* ,1995) yang dikutip P.C.Kumar dan Michel A.Robe (Baker,2009) menjelaskan bahwa kebijakan dividen di negara-negara berkembang penekanannya lebih pada *dividend payout* dibandingkan mempertahankan *level of dividend* . Maka tidak mengherankan bila di negara-negara berkembang pembayaran dividennya lebih *volatile* dibandingkan dengan di negara maju karena lingkungan *financialnya* tidak stabil. Akibatnya investor di pasar modal

yang sedang berkembang harus dapat menerima kalau ada penurunan dividen karena kondisi ekonomi yang memburuk (Pallage and Robe, 2003).

Banyak pengamat keuangan didalam penelitiannya menjelaskan bahwa pola pembayaran dividen pada umumnya mengikuti pola laba perusahaan (Fama & French,2001; DeAngelo,DeAngelo & Skinner,2004; Denis and Osobov ,2008; Baker and Wurgler ,2004) . Semakin tinggi laba maka semakin besar dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham, demikian pula sebaliknya. Sependapat dengan hal tersebut Aivazian et al (2003), Kurniasih et al (2011) kemudian Sawitri (2004) menemukan hal yang sama yakni adanya hubungan antara pembayaran dividen ($DPS=dividend\ per\ share$) dengan pola pergerakan laba ($EPS=earning\ per\ share$) .

Tetapi mengapa di Bursa Efek Indonesia ketika DPS meningkat karena peningkatan EPS, ternyata DPO ($dividend\ payout =DPS/EPS$) emiten menunjukkan adanya kecendrungan atau tendensi menurun. Penurunan DPO ini merupakan fenomena yang menunjukkan semakin enggannya emiten pada umumnya untuk membayar dividen. Semakin banyak jumlah perusahaan yang memilih keputusan tidak membayar dividen (*willingness to pay dividend*) dibandingkan keputusan membayar dividen. Seandainya keputusan dividennya membayar dividen, prosentase besarnya dividen yang dibagikan terhadap laba per lembar saham (EPS) pun menurun. Tidak seperti janji emiten pada umumnya ketika saat IPO akan mempertahankan DPO sekitar 30%. Ternyata di BEI dari tahun 2006 sampai tahun-tahun terakhir tahun 2010 , 2011 dan 2012 sudah dibawah 30%.Walaupun tidak ada ketentuan mengenai DPO ini tetapi kalau

angka DPO ini terus turun ada kemungkinan akan menurunkan keinginan investor berinvestasi di pasar modal. Berikut dibawah ini adalah data yang berhasil dikumpulkan untuk menunjukkan fenomena keengganan emiten membayar dividen.

Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan-perusahaan di BEI yang Mengumumkan Keputusan Bayar dan Tidak Bayar Dividen Terhadap Total Listing serta Rasio-rasio Terkait dengan Dividen dari Tahun 2005-2012.

Keterangan	Pra-krisis Global 2008								Pasca-krisis Global 2008							
	2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)	Jumlah	(%)
Bayar	139	43	125	37	146	40	134	35	163	41	185	44	192	43	212	46
Tidak Bayar	188	57	213	63	219	60	245	65	232	59	234	56	252	57	247	54
Total Listing	327		338		365		379		395		419		444		459	
DPS (Rp)	91		74		109		118		131		113		82		129	
Rata-rata EPS (Rp)	218		317		529		546		746		663		854		716	
Rata-rata DPO	42%		23%		21%		22%		18%		17%		10%		18%	

Sumber : KSEI, Bloomberg dan BEI.

Tabel 1.1 diatas merupakan tabel data untuk menunjukkan fenomena keengganan emiten membayar dividen dari tahun ke tahun yang menjadi fokus utama penelitian ini. Kalau diperhatikan maka terlihat ada beberapa peristiwa sebagai berikut :

1. Sejak tahun 2005-2008 (Pra-krisis Global 2008) jumlah emiten yang mengumumkan keputusan tidak membayarkan dividen meningkat cukup tinggi dari 188 pada tahun 2005 meningkat menjadi 245 perusahaan pada tahun 2008. Sedangkan dalam prosentase terhadap perusahaan yang listing ,juga menunjukkan peningkatan yaitu dari 57% pada tahun 2005 menjadi 65% pada tahun 2008. Setiap tahunnya lebih dari 50% yang tidak membagikan

dividen. Lebih banyak yang tidak membagikan dividen dibandingkan yang membayar dividen. Peningkatan jumlah emiten yang tidak membayar dividen mudah dipahami karena di BEI juga mengalami kelesuan sebagai imbas krisis keuangan global yang bermula dari Amerika.

Keengganan emiten membayar dividen tidak hanya karena krisis keuangan global 2008 diatas. Bila pengamatan dilanjutkan ke priode setelah krisis tahun 2008 yakni dari tahun 2009-2012, jumlah emiten yang mengumumkan keputusan tidak membayar dividen juga meningkat dari 232 perusahaan pada tahun 2009 meningkat menjadi 247 perusahaan pada tahun 2012 atau dalam prosentase setiap tahunnya lebih dari 50% dari emiten yang tidak membayar dividen.

Jadi dengan pengamatan keseluruhan dari 2005 sampai 2012, data diatas mendukung adanya fenomena semakin meningkat jumlah emiten yang memilih keputusan tidak membayar dividen dibandingkan dengan keputusan membayar. Terlihat emiten semakin enggan membayar dividen.

2. Telah terjadi situasi yang tidak sesuai dengan yang diharapkan yakni sebelum krisis sejak tahun 2005 sampai 2008, rata-rata EPS emiten meningkat cukup tinggi sekitar 2,5x dari Rp 218 pada tahun 2005 menjadi Rp 546 pada tahun 2008. Tetapi mengapa kenaikan laba per lembar saham sebesar 2,5X ini hanya diikuti kenaikan pembayaran dividen (DPS) sebesar 1,3X dari Rp 91 tahun 2005 menjadi Rp118 pada tahun 2008. Bahkan setelah krisis, khususnya dari 2009 sampai 2011 ketika EPS meningkat 115% dari Rp746 menjadi Rp854 bahkan besarnya DPS mengalami penurunan 37% dari Rp 131 menjadi Rp 82.

Dari hubungan kedua variabel ini terlihat adanya fenomena gap. Mengapa ketika EPS naik, DPS mengalami penurunan. Oleh karenanya perlu diteliti bagaimana pengaruh EPS yang mencerminkan kemampuan laba emiten terhadap keputusan perusahaan membayar dividen (DPS) lebih lanjut.

3. Sejak tahun 2005 sampai 2008 (sebelum krisis) dan dilanjutkan tahun 2009 ke 2012 (setelah krisis) DPO terus turun dari 42% tahun 2005 menjadi 10% pada tahun 2011. Ini artinya dari laba yang diperoleh tiap tahunnya yang dibagikan sebagai dividen turun cukup besar. Hanya 10% dari laba yang dibagikan pada tahun 2011. Ini merefleksikan, dari tahun ke tahun ada fenomena emiten makin enggan membagikan dividen. Lebih banyak yang tidak membayar dividen dibandingkan yang membayar dividen. Oleh karenanya perlu diteliti mengapa fenomena gap ini bisa terjadi.

Untuk mendapatkan informasi mengenai fenomena ini, faktor penyebab maupun motifnya maka ada beberapa penelitian terdahulu yang banyak digunakan sebagai referensi.

Penelitian yang cukup terkenal mengenai ini adalah riset yang dilakukan Fama & French (2001) di Amerika, bila dibandingkan hasil penelitian tersebut dengan yang ada di BEI maka keadaan enggannya emiten tidak membayar dividen di BEI masih lebih baik. Penelitian di negara tersebut juga menunjukkan masih banyak emiten yang mendapatkan laba tetapi tidak memberikan dividen. Penelitian Fama & French (2001) pada perusahaan-perusahaan di NYSE, AMEX dan NASDAQ menemukan emiten yang tidak membayar dividen meningkat drastis dari 33,5% thn 1978 menjadi 79,2% tahun 1999. Secara rata-rata ada sekitar 5% perusahaan

yang yang tadinya bayar dividen kemudian tidak membayar dividen dari tahun 1978 sampai tahun 1999. Menurut peneliti ini semakin besar jumlah emiten yang tidak membayar dividen dibandingkan yang membayar. Menggunakan analisa **regreessi binomial logistik** dapat dijelaskan penyebabnya adalah jumlah prosentase terbesar perusahaan yang baru *go-public* pada priode tersebut merupakan emiten *small-size (market capitalization), low-profitable (earnings before interest to its total assets)* dan memiliki *high growth (growth of assets)*. Melihat penyebabnya maka **motif emiten** yang semakin banyak memilih keputusan tidak membayar dividen antara lain adalah menjaga dan mempertahankan akses ke pasar modal, profitabilitas serta membiayai peluang investasi yang sedang mengalami pertumbuhan.

Fenomena semakin meningkatnya keputusan perusahaan tidak membayar dividen , juga dapat dilihat pada penelitian Denis dan Osobov(2008) di 6 negara maju seperti Amerika , Inggris, Kanada, Jerman, Perancis dan Jepang pada tahun 1994-2002. Hasil riset ini menggunakan regresi logistik berkesimpulan semakin banyaknya perusahaan tidak membayar dividen karena sebagian besar emiten yang baru listing yang seharusnya sudah mulai membayar dividen tapi tidak membayar dividen (pengabaian dividen). Tidak membayar karena **size perusahaan yang kecil** dengan **profitabilitasnya yang rendah** tetapi **peluang investasi yang tinggi**. Dilihat dari pemicunya maka **motif emiten** semakin enggan membayar dividen hampir sama dengan penelitian Fama dan French (2001) yakni keinginan emiten mempertahankan akses ke pasar modal , motif mempertahankan profitabilitas dan menjaga pertumbuhan investasi.

Literatur lain terkait dengan keengganan perusahaan membayar dividen dapat dilihat dari *paper* Miller dan Modigliani (1961). Menurut Miller dan Modigliani (M&M) yang bertolak dari asumsi pasar modal itu sempurna (*perfect capital market: certainty, no taxes, no transactions costs, no agency cost or other market imperfections*), maka nilai perusahaan atau harga sahamnya tidak dipengaruhi oleh keputusan perusahaan membayar dividen atau tidak membayar. M&M berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan asset perusahaan menghasilkan laba atau keputusan investasinya. Jadi keputusan membayar dividen kepada pemegang saham adalah percuma saja (*irrelevant*).

Sedangkan menurut *Agency Theory* bila *dispersion of ownership* perusahaan tidak menyebar dan kepemilikan saham perusahaan dikuasai oleh beberapa orang pemegang saham maka *agency cost* pada perusahaan tersebut akan rendah. Bila ***agency cost rendah*** maka pemegang saham dan perusahaan cenderung memilih keputusan tidak akan membayar dividen (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986 dan Boban 2011). Berkaitan dengan ini, Porta et al (1998) pada penelitiannya menemukan bukti bahwa di negara-negara berkembang termasuk Indonesia mengapa banyak emiten memilih keputusan tidak membayar dividen disebabkan oleh struktur kepemilikan perusahaan disini yang pada umumnya terkonsentrasi tinggi (*dispersion of ownership rendah*).

Penelitian Amihud dan Li (2006) dari tahun 1962-2000 di NYSE/AMEX menjelaskan bahwa perusahaan semakin enggan melakukan pembayaran dividen karena semakin berkurangnya respon pasar akibat pengumuman keputusan dividen. Reaksi pasar berkurang karena sebagian besar investor merupakan

investor institusi yang cukup *sophisticated* dan sudah memiliki informasi yang banyak mengenai perusahaan.

Hasil penelitian Aivazian et al.(2003);(2006) mencatat bahwa di banyak negara berkembang dimana pasar modalnya masih baru tumbuh (emerging market) pada umumnya perusahaan disini mengandalkan pembiayaan pinjaman pada bank (*high solvency*).Sehingga perusahaan disini lebih mengutamakan membayar kewajiban bunga dibandingkan membagi laba dalam bentuk dividen bagi pemegang sahamnya. Meskipun likuiditas emiten memadai tetapi keinginan membayar dividen tetap rendah disebabkan perusahaan-perusahaan disini adalah perusahaan-perusahaan kecil yang profitabilitasnya rendah tetapi peluang investasi tinggi(Kumar and Tsetsekos, 1999; Faccio,et al,2001).Bahkan akan semakin enggan membayar dividen seandainya **likuiditas perusahaan rendah**.Melihat penyebabnya maka **motif emiten** memilih keputusan tidak membayar dividen pada penelitian ini adalah menjaga likuiditas dan solvabilitas.

Berdasarkan fakta pada Tabel 1.1 : ada data yang menunjukkan fenomena keengganan emiten membayar dividen di BEI .Kemudian didukung pembahasan dari beberapa literatur diatas bahwa fenomena ini memang ada dan terjadi di sejumlah negara. Dengan motif yang bervariasi antara lain seperti menjaga likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, momentum pertumbuhan, menghindari biaya signalling dan *agency cost* yang semakin besar.

Fenomena diatas didalam manajemen keuangan dikenal dengan istilah ***disappearing dividend phenomenon*** yaitu fenomena dimana ketika emiten di pasar modal secara rata-rata mendapatkan laba yang meningkat tetapi mengapa

banyak perusahaan yang semakin enggan membayar dividen (*disappear*). Keengganan ini pada literatur keuangan biasa juga disebut dengan “*lower propensity to pay dividend* “ yakni semakin menurunnya probabilitas perusahaan yang memilih keputusan dividen dibandingkan yang memilih keputusan tidak membayar dividen .Fenomena ini menimbulkan pertanyaan bagi penelitian ini : sebenarnya di Bursa Efek Indonesia , faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen ?.

Fenomena menurunnya keinginan emiten untuk membayar dividen atau **meningkatnya keinginan untuk tidak membayar dividen akan menjadi masalah** bagi perkembangan bursa yang sedang berusaha menarik jumlah investor yang lebih banyak guna mempertahankan kelangsungan industri pasar modal. Fenomena ini juga menjadi masalah bagi investor yang motivasinya memegang saham adalah mendapatkan dividen (*safety player/investor*), seperti investor institusi. Apalagi saat ini jumlah lembaga keuangan di Indonesia semakin meningkat dan lembaga-lembaga ini merupakan *safety player* yang butuh kepastian serta motivasinya berinvestasi pada saham adalah dividen. Bila masalah ini tidak diperhatikan akan banyak investor yang menjadi tidak tertarik berinvestasi di pasar modal dan transaksi saham menurun .Kemudian memberikan respon pasar yang negatif. Akibatnya menghambat bursa sebagai tempat mencari pembiayaan perusahaan (*financing*).Pembayaran dividen yang teratur akan meningkatkan disiplin manajemen.Pembayaran dividen teratur ini juga diperlukan

dalam rangka memberikan perlindungan bagi investor kecil/retail/publik sebagai pemegang saham minoritas.

Dilain pihak UU No.40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas tidak mewajibkan perusahaan untuk melakukan pembagian dividen. UU hanya mewajibkan bahwa pembagian dividen setelah tahun buku berakhir harus mendapat persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham terlebih dahulu. Apakah memutuskan dividen dibagi atau tidak tergantung hasil RUPS. Oleh karenanya BEI akan membuat aturan yang mewajibkan pembagian dividen minimal sekali dalam tiga tahun akan tetapi aturan tersebut sampai saat ini belum terbit. Rencananya aturan ini akan memuat pasal tentang batasan dividen minimum yang harus dibagikan dan denda yang dikenakan bila ada pelanggaran .

Alasan BEI aturan ini dibuat agar emiten lebih disiplin dalam membagikan dividennya kepada para pemegang saham. Disamping itu untuk menyeimbangkan keuntungan para investor, selain dari capital gain. Mengenai aturan ini Asosiasi Emiten Indonesia (AEI) menilai proses pemberian dividen sebaiknya diserahkan kepada mekanisme rapat umum pemegang saham seperti yang diatur UU PT. Ada yang berpendapat bila ketentuan pembagian dividen ini diatur oleh bursa, para emiten akan seperti sapi perah.

Selanjutnya emiten juga dituntut agar keputusan dividen yang diambil sukses dan mendapat respon pasar. Untuk mengukur sukses tidaknya keputusan dividen suatu perusahaan sama dengan keputusan keuangan yang lainnya seperti keputusan investasi (investing) dan keputusan pembiayaan (financing). Keputusan dividen sebagai suatu keputusan keuangan dianggap sukses bila mampu

memaksimumkan nilai perusahaan (*value of the firm*) atau memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin pada peningkatan harga sahamnya (Brealey, et al,2014). Peningkatan harga saham berarti ada reaksi pasar yang positif karena keputusan dividen. Oleh karenanya mengukur reaksi pasar akibat keputusan dividen menjadi sesuatu yang penting ketika ingin mengevaluasi keputusan dividen yang dipilih dan melihat apakah komunikasi yang dipilih sudah efektif. Untuk itu pada penelitian ini, juga akan diteliti bagaimana reaksi pasar atas keputusan dividen yang terjadi selama periode penelitian tahun 2005-2012 di BEI.

Mengapa masalah reaksi pasar menarik untuk diteliti karena masing-masing keputusan dividen yang dipilih dan diumumkan akan mendapatkan reaksi pasar yang berbeda tergantung kondisi internal maupun eksternal emiten. Perusahaan yang memahami masalah ini tentu akan tahu kapan waktunya dan bagaimana sebaiknya mengkomunikasikan ke publik serta informasi seperti apa yang disampaikan (*information content*) agar mendapatkan reaksi pasar yang positif atas pengumuman keputusan dividen.

Beberapa penelitian seperti Bhattacharya (1979); Hakansson (1982), Miller & Rock (,1985) menjelaskan bahwa pengumuman keputusan dividen merupakan suatu sinyal yang baik dan pengumuman tersebut dapat digunakan manajer untuk memperkecil asimetri dengan investor. Oleh karena itu, pengumuman keputusan dividen dianggap penting dan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan di pasar.

Berdasarkan fenomena gap utama yakni adanya kecenderungan keengganan emiten di BEI memilih keputusan dividen: apakah dividen tunai, dividen saham atau kombinasi tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan keputusan tidak membayar dividen. Ketidakkonsistenan hasil penelitian-penelitian terdahulu mengenai variabel-variabel yang mempengaruhi keputusan dividen (*research gap*) dan kurang tepatnya pemilihan variabel atau model. Kemudian terbatasnya penelitian mengenai keputusan dividen di pasar modal yang baru tumbuh (*emerging market*) seperti Bursa Efek Indonesia. *Dividend puzzle* yang sampai saat ini masih belum terjawab. Keputusan tentang pembayaran dividen yang tidak pasti (*uncertain*) serta kurangnya penelitian mengenai pengujian reaksi pasar akibat keputusan dividen yang lebih spesifik : tunai, saham atau *mixed* atau keputusan tidak membayar dividen. Mendorong penulis untuk meneliti tentang keputusan dividen dan reaksi pasar pada BEI dengan tiga pertanyaan penelitian yang menjadi fokus utama : (i). Sesungguhnya faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi probabilitas suatu perusahaan di BEI memilih keputusan dividen dibandingkan keputusan tidak membayar dividen ? (ii) Bagaimana sebenarnya reaksi pasar akibat keputusan *cash dividend*, *stock*, *mixed* (kombinasi tunai dan *stock*) atau keputusan tidak membayar: positif , negatif atau tidak responsif ?(iii) Apakah reaksi pasar dipengaruhi oleh faktor-faktor karakteristik perusahaan? . Penelitian ini akan membahas seputar masalah ini.

Penelitian ini merujuk penelitian terkenal Fama & French (2001) di Amerika, penelitian Sawitri (2004) dari Bursa Efek Indonesia dan Al-Malkawi (2008) dari *Amman Stock Exchange* (Jordan) mewakili Emerging Capital Market dan

menerapkannya pada saat ini. Khususnya masalah uji faktor-faktor yang mempengaruhi probabilitas menurunnya emiten memilih keputusan membayar dividen tunai/*stock/ mixed* dibandingkan memilih keputusan perusahaan tidak membayar dividen (*lower willingness to pay a dividend*). Sedangkan untuk menguji reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen merujuk penelitian Akbar dan Baig (2010) di Karachi Stock Exchange tahun 2004-2007. Kemudian untuk menguji apakah faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividen adalah variabel-variabel yang mendapatkan respon pasar maka penelitian ini menggunakan referensi MacKinlay (1997), Chen (2012) dan Bashir (2013).

Perbedaan dari penelitian ini dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya, khususnya yang dilakukan Fama & French (2001) dan Sawitri (2004) yakni mengenai model yang digunakan, pemilihan variabel penelitian dan keputusan dividen yang lebih spesifik.

Pada penelitian ini ada *novelty* baru, yakni akan menggunakan model *Multinomial Logit Model* untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi probabilitas suatu emiten memilih keputusan dividen. Sedangkan penelitian sebelumnya Fama & French (2001) dan Sawitri (2004) menggunakan *Binomial Logit*. Jadi keputusan dividen perusahaan akan diteliti lebih spesifik.

Perbedaan lain dengan penelitian sebelumnya Fama & French (2001) dan Sawitri (2004) yakni variabel-variabel independen yang dipilih. Pemilihan variabel pada penelitian ini disesuaikan dengan faktor-faktor penyebab yang diduga mengapa emiten-emiten di Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan keinginan untuk memilih keputusan bayar dividen (*lower willingness to pay*

dividend). Selanjutnya dengan menggunakan referensi penelitian Fama & French (2001) di Amerika , Boban (2011) di Inggris, Aivazian, et al (2006), Mirza dan Talat Afza (2014) di Asia Selatan , Sawitri (2004) dari Bursa Efek Indonesia dan Al-Malkawi (2008) dari *Amman Stock Exchange* (Jordan) maka ditetapkan faktor-faktor yang mempengaruhi probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen yakni *Agency cost* , *Size*, *Profitability*, *Solvency*, *Investment Opportunity* dan *Liquidity*.

Sedangkan Fama & French (2001) menggunakan *Size*, *Profitability* dan *Investment Opportunities* dan Sawitri (2004) pada penelitiannya menggunakan variabel *Capital Structure*, *Working Capital Investment*, *Profitability* dan *Liquidity*. Jadi pada penelitian ini ada perbedaan dengan model sebelumnya yakni memasukkan variabel *Agency Cost*. Variabel ini merupakan variabel yang unik dan ciri khas untuk negara-negara berkembang . Merupakan karakteristik emiten disini, dimana kepemilikan saham terkonsentrasi tinggi pada kelompok tertentu. Sehingga *agency cost* rendah dan diduga yang menyebabkan keinginan emiten membayar dividen rendah (La Porta et al ,1998).

Perbedaan lain antara penelitian ini dengan penelitian terdahulu yakni *proxy* yang digunakan. Meskipun penelitian Fama & French (2001) , Sawitri (2004) dan penelitian ini menggunakan variabel yang sama tetapi *proxy* yang dipakai berbeda. Umumnya penelitian ini menggunakan *proxy* yang cukup populer dan *familiar* bagi umumnya investor di pasar modal. Datanya tersedia serta pernah digunakan oleh penelitian sebelumnya dengan hasil yang signifikan. Misalnya variabel *size*, penelitian ini dan Fama & French (2001) menggunakan *proxy* yang

sama yakni *market capitalization* tetapi berbeda dengan Sawitri (2004) yang menggunakan *Working Capital Investment*. Variabel *Investment Opportunity* di penelitian ini menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) , Fama & French (2001) menggunakan *rate of growth of assets* dan *market-to-book ratio* sedangkan Sawitri (2004) tidak menggunakan variabel ini sebagai variabel independen yang berpengaruh terhadap keputusan dividen. Untuk *Liquidity*, penelitian ini menggunakan *proxy Current Ratio* berbeda dengan Sawitri (2004) yang memilih *Cash Position* sedangkan Fama & French (2001) tidak menggunakan variabel ini pada modelnya.

Untuk menguji reaksi pasar, penelitian ini agak berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya maupun penelitian Sawitri (2004), penelitian disertasi ini lebih spesifik yakni akan menguji reaksi pasar akibat event pengumuman keputusan dividen tunai , *stock dividend* , kombinasi tunai dengan *stock (mixed)* atau keputusan tidak membayar dividen. Sedangkan Sawitri (2004) hanya meneliti keputusan membayar dividen dan tidak membayar. Sedangkan Fama & French (2001) pada penelitiannya tidak membahas bagaimana reaksi pasar akibat keputusan dividen.

Kemudian ada lagi *novelty* baru berkaitan dengan keputusan dividen pada penelitian disertasi ini. Berbeda dengan penelitian Fama & French (2001) maupun Sawitri (2004), penelitian ini menggunakan model ketiga yakni regresi multivariat. Model ini akan menguji apakah variabel-variabel yang menentukan keputusan dividen, juga merupakan variabel-variabel yang mempengaruhi atau mendapatkan respon pasar. Oleh karenanya, pada penelitian ini variabel

cummulative average abnormal return (CAAR) saham yang mencerminkan respon pasar akan diregress terhadap variabel-variabel yang menentukan keputusan dividen.

Berdasarkan uraian dan latar belakang permasalahan diatas dan adanya fenomena gap serta research gap, maka tema sentral penelitian ini adalah sebagai berikut :

“Menurunnya probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen (apakah tunai, stock dividend atau kombinasi tunai dan stock dividend) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen diduga dipengaruhi oleh karakteristik emiten seperti *agency cost, size,, profitability, solvency, investment opportunity* dan *liquidity* kemudian diduga ada reaksi pasar yang sama dengan yang diharapkan akibat pengumuman keputusan dividen tersebut dan variabel-variabel predictor diatas adalah variabel-variabel yang mempengaruhi respon pasar”

Untuk menjawab dan menyelesaikan permasalahan di atas, dengan demikian diperlukan adanya penelitian yang membahas dan menguji pengaruh karakteristik keuangan emiten terhadap semakin menurunnya probabilitan perusahaan di BEI memilih keputusan dividen dibandingkan keputusan tidak membayar dividen. Kemudian menguji bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen tersebut serta reaksi pasar akibat perubahan variabel prediktor (karakteristik perusahaan). Sehubungan dengan itu dilakukan penelitian ini untuk disertasi dengan judul **“Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Dividen dan Reaksi Pasar.” (Studi pada Perusahaan-perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2012).**

1.2 Identifikasi ,Pembatasan dan Rumusan Masalah

1.2.1. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian diatas, sebelum perumusan masalah maka masalah-masalah yang ada perlu diidentifikasi. Adapun masalah yang teridentifikasi sebagai berikut dibawah ini.

Mengapa ketika makin banyak emiten yang mendapatkan laba serta meningkatnya EPS di bursa efek , ada fenomena gap yakni kecendrungan **jumlah emiten yang memilih keputusan dividen (tunai, saham atau mixed) semakin kecil dibandingkan dengan yang memilih keputusan tidak membayar dividen dan DPO-nya menurun** (kasus di BEI tahun 2005-2012, di Amerika tahun 1978-1999 dan 6 pasar modal negara maju 1994-2002) ?.

Beberapa penelitian mencatat faktor-faktor yang menyebabkan semakin enggannya emiten membayar dividen, teridentifikasi karena karakteristik keuangan perusahaan yang go-publik adalah emiten *small-size, low-profitable* tetapi memiliki **pertumbuhan investasi yang tinggi** (Fama & French (2001). Penelitian Denis dan Osobov(2008) di 6 negara juga berkesimpulan sama disamping adanya pengabaian dividen.

Sedangkan emiten yang lain, enggan membayar dividen karena terpengaruh pendapat Miller dan Modigliani (1961), Black dan Scholes (1974) dan Miller and Scholes (1978,1982) bahwa nilai perusahaan atau harga sahamnya tidak dipengaruhi oleh keputusan perusahaan membayar dividen atau tidak membayar (*irrelevant*) tetapi disebabkan oleh kemampuan laba.

Porta et al (1998) pada penelitiannya menemukan bukti bahwa di negara-negara berkembang termasuk Indonesia dimana struktur kepemilikan dikuasai oleh sekelompok pemegang saham tertentu. Sehingga *agency cost* rendah pada perusahaan-perusahaan kelompok ini. Faktor rendahnya **agency cost** karena struktur kepemilikan ini teridentifikasi sebagai salah satu penyebab mengapa banyak emiten di BEI enggan membayar dividen.

Teridentifikasi perusahaan semakin enggan memilih keputusan membayar dividen karena semakin **kecilnya respon pasar** akibat pengumuman keputusan dividen. Reaksi pasar berkurang karena sebagian besar investor merupakan investor institusi yang memiliki informasi yang banyak mengenai perusahaan. Jadi manajer enggan membayar dividen karena akan menanggung biaya *signalling* yang lebih besar (Amihud dan Li, 2006) .

Hasil penelitian Aivazian et al.(2003) di banyak negara berkembang , menemukan umumnya perusahaan disini mengandalkan pembiayaan pinjaman pada bank. Akibatnya perusahaan disini lebih mengutamakan membayar kewajiban bunga dibandingkan membayar dividen. Jadi peneliti ini mengidentifikasi yang menyebabkan probabilita suatu perusahaan lebih memilih keputusan tidak bayar dividen karena kondisi ***solvency*** perusahaan jangka panjang (hutang) maupun jangka pendek yang tercermin pada **likuiditas**.

Melihat ketidakkonsistenan hasil riset mengenai respon pasar, sebenarnya mana yang lebih besar reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen tunai , dividen saham, *mixed* atau tidak membayar dividen?. Mengapa ***signalling theory*** sepertinya di BEI tidak berlaku (fenomena gap)?

1.2.2. Pembatasan Masalah.

Adapun batasan masalah dalam penelitian ini meliputi aspek sebagai berikut :

- 1) Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005 s/d 2012 yang mengumumkan keputusan dividen (tunai, stock atau mixed) atau keputusan tidak membayar dividen.
- 2) Emiten Lembaga Keuangan Bank dan Non-Bank (*financial firm*) seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan sekuritas serta *financial-related firm* lainnya tidak ikut diteliti. Perusahaan pada sektor ini pada umumnya memiliki struktur modal dengan *high leverage* dibandingkan *non-financial firm*. Karenanya *financial firm* ini , tidak hanya sensitif terhadap *financial risk* disebabkan *high leverage* tadi tapi juga saham-saham *financial firm* ini sensitif terhadap perubahan *interest rate*. Oleh karena itu, pada penelitian ini tidak mengikut sertakan *financial firm* dan hanya *non-financial firm* . Tujuannya agar menghasilkan *beta* (β -*systematic risk*) yang sesuai dan tidak bias (Foerster & Sapp,2005). Banyak penelitian lain yang berhubungan dengan penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen ini melakukan hal yang sama yakni tidak mengikutkan *financial firm* serta *emiten* yang *equitynya negative*, antara lain seperti peneliti terkenal Fama & French (2001), Al-Kuwari(2010), AL- Shubiri (2011), DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004) dan Denis and Osobov (2008).
- 3) Pada penelitian ini , dari masalah yang teridentifikasi diatas maka yang dipilih untuk diuji dibatasi pada beberapa faktor sebagai berikut :

a). *Agency cost*.

Faktor ini dipilih karena menarik serta ingin mengetahui apakah keputusan membayar dividen atau tidak membayar, merupakan salah satu cara perusahaan yang efektif dalam mengendalikan *agency problem* ?

b). *Size* .

Faktor ini dipilih karena ingin mendapatkan kepastian, apa benar emiten berkapitalisasi kecil seperti umumnya di Indonesia, enggan membayar dividen. Disamping itu, penelitian tentang pengaruh kapitalisasi pasar terhadap keputusan dividen di pasar modal di Indonesia sangat sedikit.

c). *Profitability* .

Profitability diukur dengan *earning per share*. Faktor ini dipilih karena ingin membuktikan apakah benar bahwa *profitability* merupakan salah satu faktor yang cukup penting mempengaruhi kemungkinan perusahaan membayar dividen atau tidak membayar.

d). *Insolvency*.

Insolvency diukur dengan *debt to equity*. Variabel ini dipilih karena ingin mengetahui apakah perusahaan yang mengalami tekanan keuangan akan mempengaruhi keputusannya membayar dividen.

e). PER (*Price Earning Ratio*).

Variabel ini merupakan *proxy* terhadap peluang investasi. Dipilih karena terdorong ingin mengetahui, apa benar di BEI perusahaan yang memiliki prospek yang baik , probabilita membayar dividennya rendah.

f). *Current ratio* .

Variabel likuiditas dengan proxynya Current ratio dipilih karena pada umumnya untuk membayar dividen, kemampuan bayar perusahaan akan sangat tergantung pada kondisi liquid assets yang dimiliki perusahaan.

g). Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen (baik tunai, *stock dividend*, *mixed* maupun tidak membayar) diukur dengan menggunakan *proxy abnormal return*. Variabel ini dipilih karena merupakan *proxy* yang paling mudah untuk melihat respon pasar. Disamping itu, untuk variabel ini yakni abnormal return, sudah ada model yang cukup baik dan representatif untuk mengukurnya serta banyak digunakan para peneliti mengenai *event study*.

4). Event yang diamati dalam penelitian ini adalah pengumuman keputusan dividen (baik *cash*, *stock dividend*, *mixed* maupun tidak membayar) pada saat pengumuman (*at announcement/declaration date*). Event ini dipilih karena ingin mengetahui jenis pengumuman keputusan dividen seperti apa yang mendapat respon pasar yang besar dan positif atau pasar tidak bereaksi.

5). Periode penelitian ini dibatasi dari tahun 2005 sampai dengan 2012. Pada periode tersebut dianggap perekonomian Indonesia relatif stabil meskipun agak sedikit terpengaruh adanya krisis keuangan global tahun 2008. Untuk memaksimalkan hasil pengamatan maka penelitian ini menggunakan panel data (*pooling* antara data *cross-section* dengan *time series*).

1.2.3. Rumusan Masalah.

Berdasarkan latar belakang penelitian, identifikasi dan pembatasan masalah diatas maka dapat dirumuskan masalah penelitian ini sebagai berikut:

- 1) Bagaimana pengaruh variabel prediktor *agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity* serta *liquidity* baik secara simultan maupun parsial terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen ?
- 2) Bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) atau keputusan tidak membayar dividen ?
- 3) Bagaimana pengaruh variabel prediktor *agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity* serta *liquidity* baik secara simultan maupun parsial terhadap reaksi pasar?

1.3 Tujuan Penelitian .

Penelitian ini merupakan *hypothesis testing study* yakni penelitian untuk menguji apakah hipotesis yang disusun, diterima atau ditolak. Berkaitan dengan hal tersebut dan rumusan masalah diatas maka tujuan penelitian ini dirinci sebagai berikut :

- 1) Ingin menguji apakah ada pengaruh baik secara simultan maupun parsial dari *agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity* serta *liquidity* terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan

dividen tunai, dividen saham, kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

- 2) Ingin menguji apakah ada reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen tunai, dividen saham, kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) atau keputusan tidak membayar dividen .
- 3) Ingin mengetahui apakah ada pengaruh variabel prediktor *agency cost*, *size*, *profitability*, *solvency*, *investment opportunity* serta *liquidity* baik secara simultan maupun parsial terhadap reaksi pasar?

1.4. Kegunaan Penelitian .

1.4.1. Kegunaan Aspek Praktis (Guna Laksana/Operasional)

- 1) **Bagi perusahaan**, sebagai sumbangan pemikiran ketika memilih keputusan dividen dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan.
- 2) **Bagi regulator**, masukan untuk penyempurnaan regulasi dan supervisi.
- 3) **Bagi stakeholder :**
 - **Stockholder** : salah satu sumber informasi untuk menyetujui atau tidak menyetujui dalam mengambil keputusan dividen disamping informasi lainnya.
 - **Calon investor** : menjadi masukan didalam memprediksi keputusan dividen perusahaan .
 - **Mitra bisnis** : informasi mengenai prospek atau kesehatan emiten.

- **Manajemen perusahaan** : informasi bagi keputusan investasi maupun pembiayaannya serta mendapat masukan tentang bagaimana cara mengkomunikasikan keputusan dividen perusahaan sehingga memperoleh respon yang positif.
- **Masyarakat** : memberikan pencerahan bagi masyarakat sehingga mendorong masyarakat untuk mau berinvestasi di pasar modal (terutama investor yang motifnya dividen). Akibatnya meningkatkan kesejahteraan dan pemerataan serta mengerakkan perekonomian negara melalui investasi.

1.4.2. Kegunaan Aspek Teoritis (Pengembangan Ilmu Pengetahuan)

- 1) Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya khasanah ilmu pengetahuan yang berkaitan dengan keputusan dividen dan implikasinya terhadap nilai perusahaan.
- 2) Memperkaya ilmu pengetahuan tentang dividen khususnya pada pasar modal yang baru berkembang (*emerging market*).
- 3) Bagi peneliti lain, memberikan informasi yang berguna dan sebagai referensi bagi penelitian lanjutan .

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

Secara garis besar dari berbagai macam teori mengenai keputusan dividen ini maka ada 3 aliran teori tentang dividen yang saling kontradiksi. Beberapa teori berpendapat bahwa keputusan membayar dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, kelompok ini memiliki argumentasi : “ *bird-in-the-hand*” *argument*. Ada lagi yang berpendapat justru keputusan membayar dividen yang tinggi menurunkan nilai atau harga saham perusahaan: kelompok ini memiliki argumentasi “*the tax-preference-argument*. Pendekatan ketiga berpendapat bahwa keputusan dividen tidak relevan bila dikaitkan dengan harga atau nilai perusahaan : *dividend irrelevance argument*. Aliran ini menyatakan lebih lanjut bahwa seluruh pengeluaran untuk membayar dividen adalah mubazir saja bila motivasinya meningkatkan nilai perusahaan.

Pada bab II ini, akan dilakukan kajian pustaka, menyusun kerangka pemikiran dan merumuskan hipotesis: 1) Berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tertentu (dividen tunai,saham atau *mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen, 2) Berkaitan dengan bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen tertentu (dividen tunai,saham,*mixed* serta keputusan tidak membayar dividen) dan 3) Berkaitan dengan apakah reaksi pasar

akibat keputusan dividen dipengaruhi oleh variabel-variabel atau faktor-faktor yang dibahas pada no 1) diatas.

Untuk kajian pustaka dibahas teori-teori dan studi empiris seputar keputusan dividen. Pembahasan teori bertolak dari fenomena. Dimulai dengan mengkaji teori yang dapat menjelaskan terjadinya fenomena utama penelitian ini yakni semakin menurunnya probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Ada keengganan emiten membayar dividen. Kemudian diikuti dengan penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan teori tersebut sebagai bukti empiris dan penghubung ke penelitian disertasi yang akan dilakukan.

Pembahasan akan dimulai dengan *Signalling Hypothesis/theory* kemudian diikuti oleh teori-teori lain yang sesuai untuk menjelaskan fenomena ini.

2.1.1. *Signalling Theory* .

Pendapat *Signalling* : Keputusan Dividen merupakan sinyal yang mempengaruhi harga saham.

Amihud dan Li (2006) pada penelitiannya dengan menggunakan pendekatan *dividend-signalling* menjelaskan mengapa emiten semakin enggan membayar dividen. Menurut peneliti ini, fenomena tersebut terjadi karena penurunan kandungan informasi dari pengumuman keputusan dividen. Pengumuman keputusan dividen tidak memberikan informasi yang baru kepada investor yang umumnya adalah investor institusi yang memiliki informasi yang banyak

mengenai emiten. Sehingga reaksi pasar yang terjadi semakin kecil. Akibatnya emiten semakin menurun keinginannya membayar dividen .

Signal dikirim ke pasar karena adanya asimetri informasi antara manajemen sebagai agent (insiders) dengan pemilik (*principal*) dan pihak eksternal lainnya sebagai *outsiders*. Karena alasan tersebut, *signal* merupakan informasi publik yang disampaikan agar pihak eksternal mengetahui apa yang sudah dilakukan manajemen ,bagaimana prospek perusahaan ke depan, apa yang akan dilakukan ke depan untuk mewujudkan keinginan pemilik. Jadi *signal* merupakan komunikasi antara pihak manajemen dengan pihak eksternal. *Signal* dapat berupa *announcement* atau *activity* tertentu misalnya pengumuman keputusan dividen tunai, dividen saham, kenaikan dividen atau penurunan. Agar efektif, efisien dan mendapatkan respon pasar maka perlu diperhatikan bagaimana seharusnya perusahaan menyampaikan *signal* tersebut.

Peneliti yang pertama kali menggunakan konsep *signalling* adalah Lintner (1956). Pada penelitian tersebut dijelaskan pasar sering sekali bereaksi terhadap *event* perubahan keputusan dividen. Ross (1977) kemudian menggunakan model yang lebih formal mengenai *signal* ini, tetapi digunakan untuk menjelaskan kebijakan struktur modal. Bila perusahaan berhutang dalam pembiayaannya , berarti keputusan ini ingin memberi *signal* ke pasar. Agar investor mengetahui bahwa ke depan *cashflow* perusahaan tersebut akan semakin baik dan mampu membayar bunga dan pokok pinjaman. Akibat *signal* ini terjadi peningkatan pada harga saham perusahaan.

Bhattacharya (1979) berpendapat bahwa pengumuman keputusan dividen adalah perangkat sinyal bagi pemegang saham saat ini dalam mencapai fungsi tujuannya dan juga merupakan sinyal bagi manajemen kepada pihak di luar perusahaan tentang prospek perusahaan.

Menurut Miller dan Rock (1985), *Signalling* merupakan cara manajemen untuk meyakinkan investor tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. *Signal* diberikan karena manajemen menganggap lebih tahu dan mempunyai informasi yang akurat tentang perusahaan dibandingkan orang luar (asimetris informasi). *Signal* diberikan ke pasar , semacam insentif dan diharapkan mendapatkan respon positif . Sehingga mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham. Akibatnya nilai perusahaan akan meningkat dimata para investor.

2.1.2. *Bird-In-The-Hand Theory* .

Pendapat Bird-In-The-Hand Theory : Keputusan Dividend Mempengaruhi Nilai Perusahaan.

Situasi di dunia yang penuh ketidakpastian dan informasi pasar yang tidak sempurna . Investor berpendapat bahwa keputusan dividen dianggap sebagai keputusan yang pasti sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan dan dapat meningkatkan nilai sahamnya. Dividen dipandang atau dinilai berbeda dengan *retained earning* atau *capital gains*. Investor lebih senang dividen tunai yang sudah berada ditangan (*bird in the hand*) dibandingkan dengan *future capital gain* yang belum pasti (*two in the bush*). Bila pembayaran dividen meningkat

dan yang lainnya tetap (*ceteris paribus*) diharapkan nilai perusahaan akan meningkat.

Lintner (1956) ketika melakukan survey mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividen menemukan hasil bahwa perusahaan pada umumnya ingin tetap mempertahankan keputusan dividen yang stabil. Kebanyakan manajer menghindari keputusan dividen yang menurun atau berubah-ubah. Kalaupun melakukan perubahan maka akan dipertimbangkan secara berhati-hati. Menurut hasil survey ini yang paling menentukan keputusan dividen adalah profitabilitas perusahaan , *size*, *price-earning ratio*, likuiditas, stabilitas *earning*, *capitalization* dan struktur kepemilikan saham.

2.1.3. Dividend Irrelevance Theory .

Pendapat *Dividend Irrelevance Theory*: Keputusan Dividen tidak Relevan dalam Mempengaruhi Nilai Perusahaan.

Banyak makalah mengenai keputusan dividen sebelum teori Miller dan Modigliani (*Irrelevance Theory*) percaya adanya hubungan yang positif antara keputusan dividen dengan nilai perusahaan atau harga sahamnya. Makin tinggi pembayaran dividen semakin tinggi nilai perusahaan. Demikian pula sebaliknya.

Tetapi selanjutnya , Miller dan Modigliant (M&M,1961) membantah pendapat tersebut. M&M menjelaskan bertolak dari asumsi *perfect capital market* dimana tidak ada biaya transaksi, biaya emisi , tidak ada pajak, informasi simetris dan tidak ada *agency cost* maka keputusan dividen tidak relevan dalam mempengaruhi nilai perusahaan atau harga sahamnya (Miler & Modigliani,1961).

M&M menyatakan bahwa laba ditahan sebagai akibat pembagian dividen adalah hanya sebagian kecil dari sumber pendanaan perusahaan. Karena kecilnya, menurut M&M tidak sampai mempengaruhi nilai perusahaan. Jadi keputusan membayar dividen kepada pemegang saham adalah percuma saja (*irrelevant*).

Sejalan dengan *dividend irrelevance theory*, Black dan Scholes (1974) meneliti hubungan antara *dividend yield* dengan *stock return* untuk melihat pengaruh keputusan dividen terhadap harga saham. Dari penelitiannya Black and Scholes berkesimpulan *dividend yield* atau keputusan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham . Artinya bila pasar modal sempurna, percuma saja membayar dividen karena tidak meningkatkan nilai saham.

Bukan hanya penelitian Black and Scholes saja yang mendukung , akan tetapi penelitian lain dari peneliti keuangan terkenal juga banyak yang mendukung pendapat M&M, seperti Miller and Scholes (1978,1982) dan terakhir Bernstein (1996). Semuanya mendukung *the dividend irrelevance theory* bahwa tidak ada hubungan antara return dengan expected dividend yield (keputusan dividen). Termasuk Clientele Theory (Effect) yang juga berpendapat bahwa keputusan dividen tertentu itu diputuskan bukan untuk tujuan mempengaruhi harga saham akan tetapi ditentukan oleh siapa kelompok investor yang menjadi pelanggannya (*client*).

2.1.4. Agency Theory .

Pendapat Agency Theory : Keputusan Dividen dipengaruhi oleh Agency cost dan Free Cash Flow perusahaan.

Salah satu asumsi dari teori M&M yakni pasar modal itu *perfect* berarti disana tidak ada konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Tetapi , didalam kenyataan asumsi ini perlu dipertanyakan karena sering sekali pemilik perusahaan berbeda kepentingan dengan manajer yang menimbulkan *agency problem* . Sehingga masalah ini menimbulkan biaya yang disebut dengan *agency cost*.

Pengertian *agency relationship* adalah suatu kontrak dimana satu atau beberapa orang yang menjadi *principal* melibatkan orang lain yang ditunjuk sebagai *agent* untuk melakukan beberapa kegiatan/services atas nama *principal* dengan cara memberikan atau mendelegasikan beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada agen. Bagi kedua pihak hubungan ini bertujuan ingin memaksimalkan utilitas. Kalau seperti demikian maka ada alasan kuat untuk menyimpulkan agen tidak akan selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan *principal*. Agar tidak terjadi penyimpangan dari keinginan maupun kepentingannya maka *principal* dapat membatasi penyimpangan dengan memberikan insentif untuk agen dan merancang instrumen monitoring dalam rangka membatasi penyimpangan kegiatan agen (*The monitoring expenditure by the principal*). Selain itu dalam beberapa situasi tertentu akan meminta agen untuk memberikan kompensasi (*bonding cost*) bila mengambil tindakan tertentu yang akan merugikan *principal* (*The bonding expenditures by the agent*). Untuk meminimalkan *agency problem/cost* maka tidak mungkin bagi *principal* atau agen dengan biaya nol .

Disamping *monitoring* dan *bonding cost* namun masih ada cost yang lain yakni cost yang timbul karena adanya perbedaan antara keputusan yang diambil agen dengan keputusan-keputusan yang akan memaksimalkan kesejahteraan *principal*. Nilai dalam rupiah dari penurunan kesejahteraan yang dialami oleh *principal* akibat dari perbedaan ini juga merupakan biaya agency, dan biaya yang terakhir ini disebut dengan " *residual loss* ".(Jensen & Meckling, 1976).

Agency cost (Jensen dan Meckling, 1976) timbul ketika owner-managers menjual sebagian sahamnya kepada " *outside* " *security holders* yang tidak memiliki hak suara dalam management. Derajat perbedaan antara nilai 100% *owner-managed* dimana pemilik 100% memanager perusahaan dengan kurang dari 100% *owner-managed firm* adalah ukuran dari *agency cost*. Bila persentase ini tinggi atau semakin mendekati 100% *owner-managed firm*) berarti *dispersion of ownership* rendah dan kepemilikan perusahaan terkonsentrasi pada beberapa orang pemegang saham. Bila keadaannya demikian maka akan lebih mudah bagi pemegang saham mempengaruhi perilaku management sebagai *insiders*, sehingga akan menurunkan *agency cost*. Bila *agency cost* rendah maka para pemegang saham tidak perlu merasa khawatir terhadap perilaku insider dan hal ini akan mengakibatkan probabilitas memilih keputusan membayar dividen akan rendah. Demikian pula sebaliknya.

Jadi disini pembayaran dividen merupakan instrument, seperti *auditing cost* (*monitoring cost*) yang dipakai untuk menurunkan *agency cost*. Jadi menurut *agency theory* , probabilitas apakah emiten akan memilih keputusan membayar dividen atau memilih keputusan tidak membayar dividen dipengaruhi oleh *agency*

cost. Untuk menurunkan *agency cost* selain pembayaran dividen , cara lain adalah dengan meningkatkan *insider ownership* , *repurchase stock* atau dengan *debt policy*.

Rozeff (1982), merupakan salah satu peneliti yang menggunakan pendekatan *agency costs hypothesis* untuk menjelaskan keputusan dividen. Rozeff pada penelitiannya membuktikan bahwa semakin rendah *dispersion of ownership* maka berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* dan demikian pula sebaliknya semakin luas *dispersion of ownership* maka berpengaruh positif terhadap besarnya dividend payout. Penelitian Rozeff ini merupakan salah satu yang mendukung dan konsisten dengan *agency cost hypothesis of dividend policy*. Sedangkan peneliti lainnya yang sejalan dengan *agency cost* ini adalah Holde,Langrehr dan Hexterr (1998) kemudian Saxena (1999).

Secara umum sumbangan para peneliti teori *agency cost* terhadap keputusan dividen yakni hasil penelitian mereka telah membuktikan bahwa adanya pengaruh *agency cost* terhadap pembayaran dividen .

2.1.5. Residual Dividend Theory .

Pendapat *Residual Dividend Theory* : keputusan dividen ditentukan oleh sisa arus kas setelah rencana investasi terpenuhi.

Menurut teori ini , bertolak dari asumsi sulit dan mahal nya pendanaan eksternal maka besarnya dividen yang dibayarkan adalah sisa arus kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan untuk rencana

investasinya yang layak. Dengan demikian kebijakan ini akan menjamin optimalisasi efisiensi penggunaan sumberdaya perusahaan.

Agar nilai perusahaan secara keseluruhan dapat mencapai nilai optimal atau maksimum maka seorang manager terutama akan memilih peluang investasi yang positif dan tertinggi *net present value*-nya. Apabila seluruh peluang yang ada telah dipilih maka arus kas yang tersisa (*residual cash flow*) menurut teori ini akan digunakan untuk membayar dividen. Bagi perusahaan yang memiliki keterbatasan modal serta peluang investasi yang lebih besar dari cash flow yang dimiliki. Maka kemungkinan besar perusahaan tersebut tidak akan membayar dividen (Fama & French,2001; Denis dan Osobov,2008).Situasi seperti ini diduga mengapa emiten semakin enggan membayar dividen.

Menurut Jensen and Meckling (1976) dan Jensen (1986) berkaitan dengan *residual dividend policy* ini dan dalam rangka menekan *agency cost* menyarankan agar sisa arus kas yang ada setelah pemenuhan kebutuhan peluang investasi sebaiknya dibagikan sebagai dividen atau perusahaan dianjurkan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan. Karena kalau tidak dibagikan , maka dikhawatirkan adanya kecenderungan manager menggunakan sumberdaya tersebut untuk investasi yang NPV-nya negatif atau menggunakannya untuk bonus/imbalan yang berlebihan bagi kepentingan manager tersebut.

2.2 Penelitian Terdahulu.

Penelitian ini dibagi menjadi tiga bagian, pertama membahas hasil-hasil penelitian sebelumnya mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan

dividen seperti *agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity* dan *liquidity* terhadap probabilita emiten memilih keputusan dividen tertentu : apakah tunai, saham , mixed dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

Dilanjutkan pada bagian kedua yakni membahas bagaimana reaksi atau respon pasar akibat keputusan dividen diatas: dividen tunai, *stock dividend* , *cash dan stock dividend* secara simultan (*mixed dividend*) dan keputusan tidak bayar dividen (*not pay dividend*).

Kemudian pada bagian ketiga yaitu melakukan pembahasan kembali untuk memastikan apakah variabel-variabel prediktor (karakteristik perusahaan) yang mempengaruhi kemungkinan emiten memilih keputusan dividen tertentu pada bagian pertama diatas merupakan variabel yang berpengaruh atau mendapatkan reaksi pasar ketika keputusan dividen ditetapkan.

2.2.1. Penelitian Terdahulu Mengenai Faktor-faktor yang Mempengaruhi

Keputusan Dividen .

Pada bagian ini akan dibahas beberapa faktor atau variabel yang mempengaruhi keputusan dividen perusahaan, termasuk pemilihan variabel sebagai *proxy* yang relevant. Banyak variabel yang akan dipertimbangkan karena dividen bukan sekedar *firm payout policy*, tetapi kebijakan ini mencerminkan kombinasi yang rumit antara *investment strategy, financial decision* dan *private information* (Miller and Rock, 1985). Sependapat dengan ini juga dapat dilihat dari tulisan Ming Dong, Chris Robinson dan Chris Veld (Baker,2009) yang

memberi bukti dari hasil survey bahwa investor/responden tidak memiliki jawaban yang universal untuk menjelaskan mengapa suatu perusahaan itu memilih keputusan dividen tertentu misalnya keputusan dividen tunai atau saham atau mixed atau keputusan tidak membayar dividen. Kemudian mengapa investor itu mengharapkan dividen. Hasil survey tersebut menjelaskan akan lebih mudah dijelaskan dengan menggunakan beberapa alternatif teori dividen. Dengan demikian dividend puzzle akan lebih mudah diungkapkan.

Pada penelitian ini faktor penyebab atau variabel *explanatory* yang dipilih didasarkan pada hasil-hasil penelitian sebelumnya yang menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan di bursa merasa enggan membayar dividen. Kemudian dikaitkan dengan mempertimbangkan teori-teori yang ada, penelitian terdahulu yang banyak menggunakan variabel ini dan relevansinya dengan kondisi emerging market seperti BEI maka dilakukan penetapan variabel serta *proxynya* untuk model disertasi ini. Sebagian dari faktor-faktor atau variabel tersebut telah dibahas pada kajian pustaka diatas. Berdasarkan pembahasan ini kemudian disusun kerangka pemikiran untuk penyusunan hipotesis.

1). Hubungan *Agency costs* terhadap Keputusan Dividen.

Agency hypothesis of dividends membuktikan bahwa keputusan dividen merupakan salah satu cara untuk menurunkan kondisi *agency problem* (Rozeff, 1982), (Holde,Langrehr dan Hexter,1998) kemudian (Saxena ,1999) dan Al-Malkawi (2008). *Agency cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah

keagenan (*total of agency cost and transaction cost*) sehingga memaksimalkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Hal yang paling sulit disini adalah memilih *proxy* yang tepat untuk *agency cost*. Rozeff dan peneliti lainnya berpendapat bahwa semakin besar jumlah pemegang saham (*number of common stockholder*), makin besar penyebaran kepemilikan maka makin sulit dan makin mahal melakukan monitoring manajer. Ini juga berarti *agency cost* meningkat dengan meningkatnya penyebaran kepemilikan.

Untuk mengendalikan *agency cost* pada perusahaan dimana kepemilikan sahamnya (*dispersion of ownership*) lebih menyebar biasanya ada kecendrungan pemegang saham setuju untuk meminta pembayaran dividen yang lebih besar atau *dividend- payout* yang tinggi. Semakin tinggi *dividend payout* berarti semakin sedikit *free cash flow* yang ada dibawah kendali manajer dan semakin kecil *agency problem*. (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986 ; Alli, et al, 1993).

Singkatnya, semakin tinggi *agency cost* maka semakin tinggi keinginan pemegang saham memilih **keputusan membayar dividen** khususnya cash dan hubungan tersebut positif. Rozeff, untuk *proxy agency cost* ini menggunakan 2 variabel yakni STOCK (*number of common stockholder*) menunjukkan jumlah pemegang saham pada akhir tahun fiskal dan INS (*insiders ownership*). Untuk mengatasi *scale effects* maka *number of common stockholder* akan di-natural logaritman. Rozeff dalam penelitiannya pada tahun 1974-1980 di Amerika dengan menggunakan model regresi menemukan pengaruh yang signifikan dan positif antara *agency cost* (STOCK) dengan pembayaran dividen dan negatif

untuk INS (*insider*). Hasil temuan Rozeff ini diperkuat lagi dengan hasil penelitian Boban (2011) dengan **analisa regresi logistik** membuktikan bahwa *agency cost* (***number of common shareholders***) mempengaruhi probabilita suatu perusahaan memilih keputusan membayar dividen dibandingkan dengan keputusan tidak membayar dividen dengan hasil positif dan signifikan. Pada kondisi tersebut artinya emiten lebih cenderung memilih keputusan membayar dividend baik cash,stock atau mixed dividend dibandingkan keputusan tidak membayar dividen bila kondisi jumlah pemegang sahamnya menyebar.

Jensen,et al (1992) dalam penelitiannya menggunakan *three-stage least squares* menguji pengaruh *insider ownership, debt* terhadap *dividend policy* pada beberapa perusahaan di beberapa negara. Berdasarkan uji statistik diperoleh hasil bahwa *insider ownership* (*agency cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividen policy*.Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Rozeff (1983) dan *agency costs hypothesis*.

Untuk kepentingan penelitian ini maka *proxy* terhadap ***agency cost*** mengikuti Rozeff (1982), Holder,Langrehr dan Hexter(1998), Saxena (1999) dan Boban (2011) yakni menggunakan natural logaritma STOCK (***number of common stockholder***) yang menunjukkan jumlah keseluruhan pemegang saham pada akhir tahun fiskal. Hasil penelian diatas dengan menggunakan *proxy* tersebut menunjukkan hasil yang positif dan signifikan.

Berdasarkan studi dari beberapa hasil riset diatas maka disimpulkan hipotesis hubungan antara *agency cost* terhadap pembayaran dividen baik cash/stock maupun mixed diharapkan positif.

Maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

H1: *Agency cost* berpengaruh positif terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

2). Hubungan *Size* terhadap Keputusan Dividen.

Bila perusahaan memerlukan dana dari pasar modal maka perusahaan besar pada umumnya memiliki akses yang cukup besar dengan biaya yang lebih rendah dan kendala yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan kecil . Hal ini menunjukkan ketika *size* perusahaan meningkat maka ketergantungan perusahaan tersebut semakin kecil terhadap *internal financing* (Al-Malkawi,2008). Oleh karena itu , perusahaan besar biasanya akan membayar dividen yang besar kepada pemegang sahamnya dan kurang merasa perlu menahan labanya untuk ekspansi karena memiliki akses yang mudah ke pasar modal . Banyak studi empiris yang telah membuktikan hal ini (Holder et al. 1998, Fama dan French, 2001, Denis and Osobov,2008).

Fama dan French (2001) dengan **regresi logistik** menemukan hasil bahwa ada pengaruh yang signifikan dan positif dari *size* (disini menggunakan *proxy market capitalization*) terhadap probabilita emiten memilih keputusan bayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Demikian pula Denis dan Osobov (2008) menggunakan model yang sama yakni regresi logistik mendukung hasil penelitian diatas.

Untuk kepentingan penelitian disertasi ini, *size* akan diukur dengan natural logaritma **kapitalisasi pasar**. Pertimbangannya adalah mengikuti penelitian sebelumnya, Fama dan French (2001) dan Al-Malkawi (2008). Disamping itu sangat terbatas sekali di Indonesia penelitian yang melihat pengaruh *size* yang menggunakan *proxy* kapitalisasi pasar terhadap kecendrungan perusahaan membayar dividen. Berdasarkan studi penelitian terdahulu seperti penjelasan di atas dapat disimpulkan ada hubungan positif antara *size* dengan keputusan dividen.

Maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut :

H2: *Size* perusahaan berpengaruh positif terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

3). Hubungan *Profitability* terhadap Keputusan Dividen .

Keputusan perusahaan membayar atau tidak membayar dividen tentu pertama kali dilihat apakah perusahaan laba (profit) atau tidak. Kemudian besar kecilnya dividen ditentukan oleh besar kecilnya kemampuan perusahaan menghasilkan laba (*profitability*). Hasil penelitian ini dapat dilihat dari catatan penelitian Lintner (1956), Fama and French (2001),DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004),DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006),Denis dan Osobov (2008).

Fama dan French (2001), dengan menggunakan **model logit** menemukan bukti adanya pengaruh *profitability* (*earnings before interest to total assets*) yang

signifikan serta positif terhadap probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan bayar dividen dibandingkan keputusan tidak bayar dividen.

Penelitian DeAngelo, DeAngelo, dan Skinner (2004) dengan pendekatan analisa time series memberikan bukti adanya pengaruh *profitability* yang diukur dengan *earning* terhadap kenaikan dividen. Kemudian DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz (2006) dengan menggunakan *multivariate logit model* menemukan bukti *profitability* (diproxy dengan ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas emiten memilih keputusan membayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Selanjutnya Denis dan Osobov (2008) melakukan penelitian dengan menggunakan model logit regression di negara-negara maju memperkuat penelitian-penelitian diatas bahwa *profitability* (diukur dengan *EBIT/Book value of Total Asset*) mempengaruhi secara signifikan dan positif terhadap kecenderungan membayar dividen. Ada lagi penelitian dari pasar modal di negara berkembang yang memberi bukti memperkuat bahwa *profitability* merupakan salah satu faktor yang cukup penting mempengaruhi *dividend policy* (Aivazian et al., 2003; Sawitri, 2004).

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu diatas maka untuk kepentingan penelitian ini, *proxy* untuk *profitability* diukur dengan *after tax earning per share* mengikuti penelitian Mirza dan Talat Afza (2014) dan Al-Malkawi (2008). *Earning per share* dipilih karena dianggap lebih langsung berhubungan dengan besar kecilnya dividen dan diharapkan hubungannya positif. Semakin tinggi *profitability* (eps) semakin besar probabilitas emiten memilih keputusan dividen,

khususnya cash dividen (He, et al;2011). Ukuran eps digunakan karena variabel ini lebih dikenal oleh investor di pasar modal.

Berdasarkan studi literatur yang ada maka dihipotesiskan mengenai hal diatas sebagai berikut :

H3: *Profitability* perusahaan berpengaruh positif terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

4). Hubungan *Solvency* terhadap Keputusan Dividen.

Struktur pembiayaan perusahaan terdiri dari hutang (*liabilities*) dan ekuitas. Hutang jangka panjang sering sekali dilihat sebagai pencerminan struktur permodalan perusahaan. Sejauhmana perusahaan menggunakan hutang jangka panjang menunjukkan tingkat *solvency* perusahaan (*financial leverage*).

Semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka semakin kecil dividen yang dibayarkan dan hubungannya negatif. Karena perusahaan lebih mengutamakan membayar kewajiban bunga dibandingkan membagi laba dalam bentuk dividen bagi pemegang sahamnya. Disamping itu, alasan lain adalah dalam rangka meminimumkan *transaction cost* bila menggunakan *external financing* dan pembatasan dari kreditur yang ada pada *debt covenants* (Rozeff, 1982).

Penelitian Aivazian et al.(2003) dengan regresi OLS menemukan bukti bahwa ada hubungan negatif yang signifikan antara hutang (*debt to total asset*) dengan dividen baik di US maupun di *emerging market*. Kemudian Aivazian,et al

(2006) meneliti perusahaan-perusahaan di AS dengan menggunakan **regresi logistik** juga menemukan bukti bahwa hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen. Hasil yang sama juga ditemukan He et al (2011) khususnya keputusan cash dividend.

Sejauh mana hutang perusahaan mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen maka penelitian ini menggunakan rasio hutang terhadap equity sebagai *proxy* tingkat *solvency* mengikuti penelitian Al-Malkawi (2008). Pada penelitian tersebut (di Amman Stock Exchange) dengan analisis probit diperoleh hasil koefisien *debt-to-equity* adalah negatif dan signifikan . Hutang memiliki peranan yang besar sekali pada perusahaan-perusahaan di negara-negara berkembang seperti Indonesia. Kebanyakan perusahaan-perusahaan disini mengandalkan pembiayaannya melalui pinjaman bank. Sehingga hutang ini diperkirakan akan menentukan keputusan dividen perusahaan. Berdasarkan penelitian-penelitian diatas maka diharapkan hubungan diantara kedua variabel adalah negatif (Rozeff, 1982; Aivazian et al., 2003 ; Aivazian et al.,2006;Al-Malkawi,2008).

Berdasarkan studi literatur yang ada maka dihipotesiskan mengenai hal ini sebagai berikut :

H4: *Insolvency* berpengaruh negatif terhadap probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

5).Hubungan *Investment Opportunities* terhadap Keputusan Dividen.

Meskipun menurut Miller and Modigliani , pada *perfect capital markets*, keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap keputusan dividen .Tetapi karena adanya *tax* , *flotation cost* dan *agency cost*, pasar modal menjadi tidak sempurna (*imperfect capital market*). Kedua keputusan , yakni investasi dan dividen ada kemungkinan memiliki hubungan yang semakin erat atau saling terkait (*interdependent*).

Untuk menguji pengaruh peluang investasi terhadap keputusan dividen, maka *proxy* terhadap variabel peluang investasi digunakan PER (*price earning ratio*). Makin baik prospek dan peluang investasi perusahaan maka investor bersedia membeli saham perusahaan dengan harga yang mahal. Ini berarti semakin besar peluang investasi maka semakin tinggi PER saham perusahaan. Hubungan ini dapat dilihat dari hasil studi Adam dan Goyal (2000) serta Al-Malkawi(2008).

Sedangkan dengan pembagian dividen, hubungan PER adalah negatif. Makin tinggi PER karena meningkatnya peluang investasi maka semakin rendah pembayaran dividen karena laba ditahan untuk ekspansi. Beberapa hasil dari penelitian yang mencatat adanya pengaruh signifikan dan negatif antara peluang investasi dengan pembayaran dividen cash dapat dilihat dari temuan riset Rozeff (1982) dengan analisa regresi dan Fama and French (2001) dengan **regresi logistik** .Sedangkan terhadap keputusan stock dan mixed dividend hubungannya positif (He, et al ,2011).

Berdasarkan pembahasan diatas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H5: Peluang investasi berpengaruh negatif terhadap probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, berpengaruh positif terhadap keputusan dividen saham, kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.

6). Hubungan *Liquidity* terhadap Keputusan Dividen.

Kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang segera jatuh tempo merupakan situasi yang harus dipertimbangkan ketika emiten hendak menetapkan keputusan dividen. Karena pada umumnya untuk membayar dividen tunai, kemampuan bayar perusahaan akan sangat tergantung pada jumlah *liquid assets* (kas dan surat-surat berharga) yang dimiliki perusahaan. Meskipun bisa saja perusahaan bila tidak memiliki *liquid asset* yang cukup dapat meminjamnya dari kreditur. Tapi biasanya kreditur akan enggan.

Menurut Sutrisno (2001) posisi kas perusahaan akan menentukan besar kecilnya dividen yang dibayarkan. Karena dividen dianggap sebagai arus kas keluar. Maka makin besar posisi kas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan membayar dividen. Pembayaran dividen tunai yang semakin besar merupakan salah satu cara untuk menekan *agency cost* dan bentuk pengawasan pemegang saham terhadap manajemen.

Peneliti lain yakni Suharli (2007) di BEI kemudian Gupta dan Charu Banga (2010) di India dengan analisa regresi juga sependapat bahwa likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* mempengaruhi signifikan dan positif terhadap keputusan dividen perusahaan-perusahaan yang go-public. Demikian juga Sawitri

(2004), Mirza dan Talat Afza (2014) dalam penelitiannya dengan menggunakan **regresi logistik** menemukan bukti adanya pengaruh likuiditas yang signifikan dan positif. Sependapat dengan hal tersebut He et al (2011) menambahkan bahwa pengaruh likuiditas terhadap keputusan dividen saham maupun mixed adalah positif, khususnya terhadap cash dividend.

Untuk menguji pengaruh posisi likuiditas terhadap keputusan dividen, maka *proxy* terhadap variabel likuiditas pada penelitian ini menggunakan *current ratio*, seperti penelitiannya Suharli (2007) di Indonesia, Gupta dan Charu Banga (2010) di India. Makin baik *current ratio* maka semakin besar probabilitas suatu perusahaan membayar dividen.

Berdasarkan pembahasan di atas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H6: Likuiditas perusahaan berpengaruh positif terhadap probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham, kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.

7).Pemilihan model untuk uji pengaruh variabel prediktor (karakteristik emiten) terhadap probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen tertentu dibandingkan keputusan tidak membayar dividen:

Untuk menjawab tujuan penelitian nomor 1 (satu) pada penelitian disertasi ini berdasarkan teori-teori yang ada dan pengamatan terhadap jurnal-jurnal dan penelitian terdahulu. Maka penelitian ini akan menguji ada tidaknya pengaruh

variabel-variabel prediktor diatas terhadap keputusan dividen akan menggunakan pendekatan model *multinomial logit* . Jadi pada penelitian ini ada *novelty* baru, berbeda dengan penelitian sebelumnya Fama & French (2001),Sawitri (2004), DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006), Denis dan Osobov (2008) dan AL-Shubiri (2011) yang menggunakan *Binomial Logit*. Jadi keputusan dividen perusahaan akan diteliti lebih spesifik.Penjelasan lebih lanjut mengenai model ini akan dibahas pada bagian 3.5. Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis .

RINGKASAN MODEL 1 : Regresi logistik.

Tabel 2.1 .Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Untuk Model 1 (Model Regresi Logistik) : Mengenai Pengaruh Masing-Masing Variabel Independent Terhadap Probabilita Emiten Memilih Keputusan Membayar Dividen Dibandingkan Memilih Keputusan Tidak Membayar Dividen.

Hubungan Keputusan Dividen dengan :	Peneliti,Kajian dan Model Penelitian	Hasil Temuan Utama
Agency costs Variables .	Porta et al (1998); Law and finance	Rendahnya <i>agency cost</i> penyebab mengapa banyak emiten enggan membayar dividen.
	Jensen dan Meckling(1976); Theory of the Firm: Managerial Behavior, <i>Agency costs</i> and Ownership Structure	Semakin tinggi <i>dispersion of ownership</i> maka semakin besar <i>agency cost</i>
	Rozeff(1982); Growth, Beta and <i>Agency costs</i> as Determinants of Dividend payout Ratios. Model Regresi PAY=f[Ins(-),Grow1(-),Grow2(-), Beta(-),Stock(+)]	Salah satu cara menurunkan <i>agency cost</i> dengan melakukan pembayaran

	Easterbrook (1984); Two Agency costs Explanations of Dividends.	dividen, <i>insider ownership</i> , <i>repurchase stock</i> dan berhutang.
	Jensen(1986); <i>Agency costs</i> of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.	
	Rozeff(1982); Growth, Beta and <i>Agency costs</i> as Determinants of Dividend payout Ratios. Model Regressi $PAY=f[\text{Ins}(-),\text{Grow}1(-),\text{Grow}2(-),$ $\text{Beta}(-),\text{Stock}(+)]$	<i>Agency cost</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan bayar dividen. Semakin tinggi <i>agency cost</i> semakin besar probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen dibandingkan tidak membayar.
	Holder,Langrehr dan Hexter(1998); Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. Model Regressi $DP= f[\text{FS}(-),\text{LSALES}(+),\text{INS}(-)$ $),\text{LCSHR}(+),\text{FCF}(+), \text{GROW}(-$ $),\text{STD}(-)]$	
	Boban (2011); Determinants of Dividend Payout Ratio:Evidence From The UK. Model Regressi Logistik $DPO=f[\text{Ins}(-),\text{Grow}1(-),\text{Grow}2(-),$ $\text{Beta}(-),\text{Stock}(+)]$	
	Saxena (1999); Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. Model Regressi $PR=f[\text{Grow}1(-),\text{Grow}2(-),\text{beta}(-)$ $],\text{LSH}(+),\text{Insider}(-),\text{IOS}(-)]$	
Size Variable	Kumar and Tsetsekos (1999); GaleriSaham.com,2 juli 2013; Fama dan French(2001); Denis and Osobov(2008 );		Perusahaan kecil umumnya memiliki akses yang lebih sulit ketika memerlukan dana maka ada kecenderungan enggan membayar dividen.

	<p>Holder,Langrehr dan Hexter(1998); Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory.</p> <p>Model Regressi $DP = f[FS(-),LSALES(+),INS(-),LCSHR(+),FCF(+),GROW(-),STD(-)]$</p>	<p><i>Size</i>(diproxy dengan SALES) berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>dividen payout</i></p>
	<p>Fama dan French(2001); Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?</p> <p>Model Regressi Logistik Binomial. $Div = f[Prof(+),InvOpp(-),Size(+)]$</p>	<p><i>Size</i> (diproxy dengan <i>market capitalization</i>) mempengaruhi probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen dengan signifikan dan positif.</p>
	<p>Denis and Osobov(2008); Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy.</p> <p>Dengan Logit Regression $Div = f[Prof(+),InvOpp(-),Size(+)]$</p>	<p><i>Size</i> (diproxy dengan <i>book value of total asset</i>) berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen.</p>
	<p>Al-Malkawi (2008); Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data.</p> <p>Probit Model $PAYDIV = F[NOSH(+),INSD(-),AGE(+),AGESQ(-),PER(-),FLEVER(-),SIZE(+),PROF(+),FINST(\pm)]$</p>	<p><i>Size</i>(diproxy dengan <i>market capitalization</i>) mempengaruhi probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen dibandingkan keputusan tidak membayar dividen dengan signifikan dan positif.</p>
Profitability Variable	<p>Fama and French(2001);DeAngelo, DeAngelo, and Stulz(2006);Denis dan Osobov(2008).</p>	<p>Banyaknya emiten yang <i>size</i>-nya kecil, profitabilitasnya rendah tetapi memiliki peluang investasi yang tinggi.Diduga penyebab enggannya perusahaan membayar dividen.</p>

	<p>Lintner (1956); Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes.</p> <p>Model Regressi $D_{it} = a_{it} + b P_{it} + d D_{i(t-1)} + u_{it}$</p>	<p>Profit yang paling menentukan pembayaran dividen</p>
	<p>Fama dan French(2001); Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?.</p> <p>Model Regressi Logistik Binomial. $Div=f[Prof(+),InvOpp(-),Size(+)]$</p>	<p><i>Profitability</i>(diproxy dengan <i>Earning to Total Asset</i>) berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen .</p>
	<p>DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004); Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. Analisis Time Series,Cross section dan Statistik deskriptif</p>	<p><i>Profitability</i> berhubungan positif dengan dividend</p>
	<p>DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006); Dividend Policy and the Earned/ Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory.</p> <p>Logit Analysis, $PD=f[RE/TE(+),ROA(+),Growth(-), Size(+)]$</p>	<p><i>Profitability</i>(diproxy dengan ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.</p>
	<p>Denis dan Osobov (2008); Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy.</p> <p>Dengan model logit regression, $PD=f[RE/BE(+),Prof(+),Growth(-), Size(+)]$</p>	<p><i>Profitability</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen .</p>
	<p>Aivazian et al.(2003); Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? Dengan Regression Model $D/TA=f[Busrisk(-),Size(+), Tangibility(+),ROE(+),M/B(-),Debt ratio (-)]$</p>	<p><i>Profitability</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen.</p>

	<p>Sawitri(2004); Keputusan Perusahaan Membayar atau Tidak Membayar Dividen dan Dampaknya Terhadap Harga Saham.</p> <p>Binomial Logit Model. Div=f[Cap.Structure(-).WCI(+), Prof(+),Liquidity(+)]</p>	<p><i>Profitability</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen .</p>
Solvency Variable	<p>Aivazian et al.(2003);(2006); Kumar and Tsetsekos(1999);Faccio,et al(2001)</p>	<p>Banyaknya emiten yang mengandalkan pada hutang diduga mengapa semakin banyak yang enggan membayar dividen.</p>
	<p>Rozeff(1982); Growth, Beta and <i>Agency costs</i> as Determinants of Dividend payout Ratios.</p> <p>Model Regressi PAY=f[Ins(-),Grow1(-),Grow2(-), Beta(-),Stock(+)]</p>	<p>Semakin tinggi pertumbuhan semakin besar hutang yang dibutuhkan (external)maka semakin kecil dividen yang dibayarkan (hubungan negatif).</p>
	<p>Jensen (1986), <i>Agency costs</i> of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.</p>	<p>Jensen (1986) mencatat bahwa berhutang akan membuat pembayaran dividen ditunda atau minimum.Hubungannya negatif.</p>
	<p>Aivazian et al.(2003); Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?</p> <p>Dengan Regression Model D/TA=f[Busrisk(-),Size(+), Tangibility(+),ROE(+),M/B(-),Debt ratio (-)]</p>	<p>Hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.</p>
	<p>Aivazian,et al (2006); Dividend Smoothing and Debt Ratings.</p> <p>Dengan Regressi logistik DP=f[Prof(+),Inv.rate(-),M/B(-), DR(-),LogTA(+)]</p>	<p>Hutang (<i>debt-to-total asset</i>) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen .</p>

	<p>Al-Malkawi (2008); Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data.</p> <p>Probit Model $PAYDIV = F[NOSH(+), INSD(-), AGE(+), AGESQ(-), PER(-), FLEVER(-), SIZE(+), PROF(+), FINST(\pm)]$</p>	<p><i>Leverage</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.</p>
Investment Opportunities Variable	<p>Fama and French (2001); Denis and Osobov (2008); Al-Malkawi (2007); Pandey (2001); Kumar (2006)</p>	<p>Peluang investasi diduga penyebab mengapa probabilitas perusahaan memilih keputusan membayar dividen menurun.</p>
	<p>Rozeff (1982); Growth, Beta and Agency costs as Determinants of Dividend payout Ratios.</p> <p>Model Regresi $PAY = f[Ins(-), Grow1(-), Grow2(-), Beta(-), Stock(+)]$</p>	<p>Penelitian ini mencatat adanya pengaruh yang signifikan dan negatif antara peluang investasi (<i>growth</i>) dengan pembayaran dividen</p>
	<p>Lang and Litzenberger (1989), Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis.</p>	<p>Perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang investasi yang besar cenderung akan membagikan dividen yang semakin kecil.</p>
	<p>Fama dan French (2001); Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?.</p> <p>Model Regresi Logistik Binomial. $Div = f[Prof(+), InvOpp(-), Size(+)]$</p>	<p><i>Investment opportunity</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilitas emiten memilih keputusan membayar dividen.</p>
Liquidity Variable	<p>Kumar and Tsetsekos (1999); Fama dan French (2001); Denis and Osobov (2008).</p>	<p>Keinginan bayar dividen yang rendah bahkan menurun. Disebabkan <i>size</i> emitennya kecil, profitabilitasnya rendah tetapi peluang investasi tinggi. Kemudian likuiditas tidak memadai sedangkan pembayaran dividen umumnya tunai.</p>

	<p>Sutrisno (2001); Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Devident Payout Ratio. Dengan <i>analysis of moment structures</i> (AMOS).</p>	<p>Ada pengaruh yang signifikan dan positif antara posisi kas dengan dividen.</p>
	<p>Sawitri(2004); Keputusan Perusahaan Membayar atau Tidak Membayar Dividen dan Dampaknya Terhadap Harga Saham. Binomial Logit Model. Div=f[Cap.Structure(-).WCI(+), Prof(+),Liquidity(+)],</p>	<p>Kondisi likuiditas perusahaan mempengaruhi secara signifikan dan positif terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.</p>
	<p>Mirza dan Talat Afza (2014); Impact of Corporate Cash Flows on Dividend Payouts: Evidence from South Asia. Dengan Binomial Logit. DPO=f[liquidity(+),Size(+), Lev(-),Prof(+)]</p>	
	<p>Suharli (2007); Pengaruh <i>Profitability</i> dan Investment Opportunity terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat(Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Dengan model regressi DPR = a + β_1ROI + β_2 CR</p>	<p>Likuiditas yang diukur dengan <i>Current Ratio</i> mempengaruhi signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan yang go-publik</p>
	<p>Gupta dan Charu Banga(2010); Determinants of Corporate Dividend Policy Decision. Model Regressi Dividend Rate=f[Lev.(-),Liq(+), Prof.(+),OwnerStruc(+),Growth(-)]</p>	
<p>Beberapa contoh penggunaan Model Logit untuk</p>	<p>Fama dan French (2001); Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?.</p>	<p>Menggunakan model logit untuk melihat pengaruh <i>profitability, investment opportunity</i> dan <i>Size</i> terhadap probabilita emiten</p>

memprediksi probabilita suatu perusahaan memilih keputusan bayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.	Model Regressi Logistik Binomial. $Div=f[Prof(+),InvOpp(-),Size(+)]$ $Ln(P/1-P)=\beta_0+\beta_1E/A+\beta_2dA/A+\beta_3Mcap.$	memilih keputusan membayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006); Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. Logit Analysis, $PD=f[RE/TE(+),ROA(+),Growth(-),Size(+)]$	Menggunakan multivariate logit model untuk melihat pengaruh <i>Retained Earning, Profitability, Growth</i> dan <i>Size</i> terhadap probabilita perusahaan memilih keputusan membayar dividen.
	Denis dan Osobov (2008); Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. Dengan model logit regression, $PD=f[RE/BE(+),Prof(+),Growth(-),Size(+)]$	Melakukan penelitian dengan menggunakan model logit regression untuk dividen di negara-negara maju.
	AL- Shubiri (2011); Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. Binomial Logit Model $DPO=f[leverage , institutional ownership , profitability , business risk , asset structure, liquidity , growth opportunities , firm size , free cash flow and firm size]$	Riset mengenai kebijakan dividen terhadap 60 perusahaan yang listing di Amman Stock Exchange tahun 2005-2009 dengan menggunakan logit model.

Sumber : Penelitian terdahulu.

2.2.2. Penelitian Terdahulu Mengenai Keputusan Dividen , Reaksi

Pasar/Abnormal Return dan Event Study.

Keputusan perusahaan didalam kebijakan dividennya dapat berupa keputusan dividen tunai atau dalam bentuk saham (*stock dividend*), kombinasi kas dan saham (*mixed*) atau keputusan tidak membayar dividen. Keputusan mana yang

dipilih tergantung keadaan internal maupun eksternal serta tujuan perusahaan. Mengapa masalah ini menarik untuk diteliti karena masing-masing *event* keputusan dividen tersebut mendapatkan reaksi pasar yang berbeda untuk tiap-tiap tanggal *event*.

Studi terkait dengan pengaruh suatu peristiwa (*event*) terhadap harga saham yang mencerminkan respon pasar dikenal dengan *event study*. Pada penelitian ini *event* yang menjadi pengamatan adalah pengumuman keputusan dividen : apakah keputusan dividen itu tunai, *stock*, *mixed* atau keputusan tidak membayar dividen. Keputusan yang menjadi perhatian adalah ketika pertama sekali diumumkan ke publik (*at announcement/declaration date*).

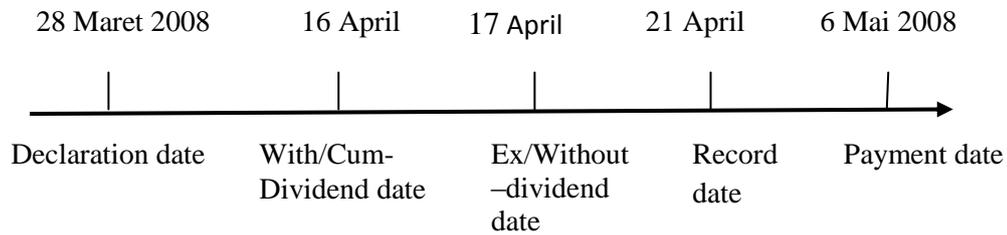
Ketika kebijakan dividen hendak diputuskan, perusahaan harus menyadari bahwa investor akan memperhatikan tanggal-tanggal penting tertentu yang biasanya diumumkan emiten seperti tanggal pengumuman dividen (*declaration/announcement date*), tanggal *cum dividend*, *ex-dividend date*, *date of record* maupun *payment date*. Tanggal-tanggal tersebut menjadi penting karena investor memiliki peluang memperoleh *return* optimal yang berasal dari perubahan harga saham disebabkan reaksi investor di pasar serta dari dividen yang dibagikan. Untuk masing-masing tanggal diatas biasanya ada perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah tanggal tadi. Dengan menggunakan *event study* maka investor maupun emiten akan mengetahui waktu (*timing*) yang paling tepat bagi kepentingan masing-masing.

Persetujuan tentang berapa besar laba yang ditahan atau yang dibagi, jenis keputusan dividen (tunai, saham, kombinasinya atau tidak membayar) serta

tanggal-tanggal yang berkaitan dengan dividen ini haruslah mendapat persetujuan dari para pemegang saham yang diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham.

Tanggal-tanggal penting tersebut misalnya sebagai ilustrasi untuk PT Ace Hardware Indonesia Tbk tahun fiskal 2007:

- i. Tanggal pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal dimana keputusan dividen diumumkan pertama sekali secara resmi kepada publik yaitu pada tanggal 28 Maret 2008.
- ii. Tanggal *cum-dividend* yaitu pada tanggal 16 April 2008 adalah tanggal dimana investor masih mempunyai hak dividen atas saham.
- iii. Tanggal *ex-dividend* adalah pada tanggal 17 April 2008 dimana hak dividen atas saham bagi investor yang membelinya pada tanggal tersebut sudah tidak ada lagi (tanpa dividen).
- iv. *Date of record* jatuh pada tanggal 21 April 2008 yakni tanggal dimana investor yang tercatat pada tanggal tersebut yang memiliki hak untuk mendapatkan dividen.
- v. *Payment date* ditetapkan tanggal 6 Mei 2008 yang merupakan tanggal pembayaran dividen kepada pemegang saham yang tercatat pada *date of record*. Proses pembayaran dividen tersebut, dapat dilihat pada gambar 2.1 berikut dibawah ini.



Gambar 2.1 Ilustrasi Proses Pembayaran Dividen

1).Pengumuman keputusan dividen tunai pada saat *declaration date* dan reaksi pasar.

Bhattacharya (1979) di artikel ini mengembangkan suatu model yang menjelaskan bahwa pengumuman keputusan dividen tunai sebagai *signal* pada situasi *imperfect-information setting*. Beliau menjelaskan adanya asimetri informasi mengenai *profitability* perusahaan antara manajemen dengan pemegang saham. Oleh karenanya pengumuman keputusan dividen tunai merupakan *signal* yang ingin disampaikan ke pasar bahwa perusahaan ke depan diperkirakan memiliki *cash flow* yang baik . Akibat pengumuman tersebut pasar memberikan reaksi pasar yang positif ditunjukkan dengan kenaikan harga saham.

Aharony dan Swary (1980) pada penelitiannya melihat pengaruh pengumuman laba dan pengumuman keputusan dividen tunai terhadap harga saham. Setelah memisahkan pengaruh kedua *signal* tersebut secara berhati-hati. Hasilnya bahwa pasar bereaksi lebih besar akibat pengumuman keputusan dividen tunai dibandingkan pengumuman laba. Penelitian ini menggunakan data *quarterly earnings per share* dan *quarterly cash dividends per share* dari sampel 149 perusahaan industri yang tercatat di NYSE periode 1963-1976. *Event*-nya

menggunakan *declaration dates*. *Normal return* diprediksi dengan menggunakan pendekatan *Market model*. Dan *abnormal return* dihitung dengan persamaan $\varepsilon_{ji} = R_{ji} - \alpha - \beta_j R_{mi}$. *Event period* t-10, 0, t+10. Kesimpulan studi ini yakni adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen tunai.

Sejalan dengan penelitian ini maka dapat dilihat antara lain dari penelitian Aamir dan Shah (2011) di Pakistan dengan *event study (window period t-21,0,t+21; announcement date)* dan Mahmood et al (2011) juga dengan *event study (window period t-20,0,t+30;announcement date)* berkesimpulan sama bahwa adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen tunai .

Peneliti lain yang juga mendukung *signalling theory* ini dapat dilihat pada penelitian Bhatia (2010) di *National Stock Exchange of India* dan Suwanna (2012) di *Stock Exchange of Thailand (SET)*. Pada penelitian ini *event* yang hendak diteliti adalah pengumuman keputusan dividen tunai (*announcement date*). Model yang digunakan untuk menghitung *normal return (expected return)* yakni menggunakan Market Model : $R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$. Sedangkan *abnormal return* $\delta_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t})$ dihitung untuk priode t-20 hari,0,t+20 hari pada penelitiannya Suwanna dan t-30,0,t+30 hari untuk Bathia. Kedua peneliti ini membuktikan kalau pasar atau harga saham bereaksi positif dan signifikan karena pengumuman keputusan dividen tunai.Reaksi tersebut tercermin dengan meningkatnya *return* saham perusahaan .

Berdasarkan pembahasan diatas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H7 :Pasar akan bereaksi positif akibat pengumuman keputusan dividen tunai.

2).Pengumuman keputusan dividen saham (*stock dividend*) pada saat *declaration date* dan reaksi pasar.

Disamping keputusan dividen tunai masih banyak emiten yang mengumumkan keputusan dividen saham . Beberapa alasan perusahaan memilih keputusan dividen saham antara lain sebagai *signaling* , supaya harga saham perusahaan berada dalam interval harga perdagangan yang layak, substitusi kas, menjaga likuiditas, menarik perhatian *financial analyst* dan investor, alasan tax dan meminimumkan *agency cost*.

Penelitian pada beberapa bursa menunjukkan adanya pengaruh positif yang signifikan akibat keputusan *stock dividend*. Reaksi pasar atas pengumuman keputusan *stock dividend* ditunjukkan oleh perubahan *abnormal return* . Para ahli yang melakukan riset mengenai keputusan *stock dividend* ini antara lain He,et al (2001) , Wang, et al (2012), Akbar dan Baig (2010), Pathirawasam (2009) dan Mishra (2005) . Pada umumnya mereka berpendapat reaksi positif tadi karena alasan *signaling*.

Bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen dalam bentuk saham dapat dilihat dari hasil penelitian He, et al (2011). Peneliti ini melakukan regresi antara *market-adjusted cummulative abnormal return* terhadap *dummy variable (cash vc stock dividend)* . Hasil penelitian tersebut menemukan reaksi pasar positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen saham maupun dividen tunai tetapi reaksi tersebut lebih besar akibat pengumuman

keputusan dividen saham. Lebih besarnya respon pasar akibat pengumuman stock dividend , terlihat dari gambar yang diplot pada penelitian tersebut dimana kumulatif *abnormal return* yang lebih besar untuk pengumuman keputusan *stock dividend* dibandingkan dengan pengumuman keputusan dividen tunai. Pasar bereaksi lebih besar karena menganggap pengumuman keputusan *stock dividend* relatif lebih sebagai *good news* dibandingkan keputusan dividen tunai maupun keputusan emiten tidak membayar dividen. Pengumuman *stock dividend* dianggap sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa perusahaan menahan uang kas karena ada peluang investasi baru dan pertumbuhan ke depan. Jadi pasar bereaksi positif ditunjukkan dengan harga saham yang meningkat bukan karena *stock dividend* tersebut tetapi karena adanya informasi/*signal* yang positif yakni peluang investasi tadi yang terkandung pada keputusan dividen saham tersebut.

Sedangkan menurut Wang, et al (2012) yang melakukan penelitian di Taiwan Stock Exchange mencatat bahwa perusahaan yang mengumumkan keputusan dividen tunai adalah perusahaan-perusahaan yang pertumbuhan dan peluang investasinya rendah atau melemah sedangkan profitabilitasnya tinggi . Sebaliknya, perusahaan yang mengumumkan keputusan dividen saham adalah perusahaan-perusahaan yang pertumbuhannya atau peluang investasinya tinggi sedangkan profitabilitasnya rendah. Bila suatu perusahaan mengumumkan dividennya dalam bentuk saham maka investor menganggap hal tersebut sebagai suatu *signal* bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang baik. Untuk itu investor bersedia membeli saham perusahaan tersebut dengan harga yang lebih tinggi artinya investor memberi respond yang positif. Hasil studi ini mencatat adanya

hubungan yang positif dan signifikan antara kecenderungan perusahaan membayar stock dividend dengan respon pasar.

Penelitian Akbar dan Baig (2010) untuk 79 perusahaan yang listing di Karachi Stock Exchange tahun 2004-2007 mencatat bahwa reaksi pasar signifikan dan positif akibat pengumuman keputusan dividen saham maupun pengumuman keputusan dividen tunai dan stock secara simultan (*mixed dividend*). Respon pasar positif karena pembayaran *stock dividend* tidak dikenakan pajak dan pembayaran dividen dengan cara seperti ini menunjukkan perusahaan menahan kas untuk membiayai investasi ke depan. Berarti perusahaan mengalami pertumbuhan yang semakin baik ke depan.

Searah dengan penelitian ini Pathirawasam (2009) di Sri Lanka dengan menggunakan Market Model $R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$ dan abnormal return $\delta_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t})$ periode study (*window period* $t-3, 0, t+3$; *announcement date*) kemudian Mishra (2005) di India dengan pendekatan yang tidak berbeda dan *event window* $t-20, 0, t+20$ berkesimpulan sama yakni adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen saham. Bertolak dari uraian di atas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H8: Pasar akan bereaksi positif akibat pengumuman keputusan *stock dividend*.

3). Pengumuman keputusan dividen tunai dan saham secara simultan (*mixed dividend*) pada saat *declaration date* dan reaksi pasar.

Keputusan dividen suatu perusahaan didalam membayar dividennya tidak hanya dalam bentuk tunai (*cash dividend*), atau dalam bentuk saham (*stock dividend*), tapi ada juga yang memilih keputusan dividen *mixed (cash+stock* secara simultan). Pertimbangan emiten menetapkan keputusan *mixed dividend* antara lain perusahaan merasa yakin pemegang saham akan merespon lebih baik dibandingkan dengan jenis keputusan dividen yang lain. Pemegang saham juga merasa kesepakatan *mixed dividend* lebih menguntungkan dan lebih menarik bagi mereka. Alasan lain memilih keputusan ini adalah untuk meminimumkan pembayaran pajak karena *stock dividend* dari *mixed dividend* ini tidak kena pajak. Jadi pajak dibayarkan dari dividen tunai saja. Pertimbangan lain adalah penghematan kas yang diperoleh kemudian dapat digunakan menstabilkan dan mengembangkan perusahaan.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa Akbar dan Baig (2010) yang melakukan penelitian di Karachi Stock Exchange tahun 2004-2007 dengan menggunakan methodology *event study* mencatat bahwa reaksi pasar signifikan dan positif akibat pengumuman keputusan dividen saham maupun keputusan dividen tunai dan stock secara simultan (*mixed dividend*). Respon pasar yang positif karena alasan meminimumkan tax dan menahan kas untuk membiayai peluang investasi sebagai indikasi pertumbuhan usaha.

He, et al (2001) pada penelitiannya juga membuktikan melalui gambar yang diplot pada penelitian tersebut. Terlihat kumulatif *abnormal return* yang paling besar dan positif yang menunjukkan respon pasar terbesar, pertama untuk pengumuman keputusan *mixed dividend* , kemudian diikuti dividen saham,

selanjutnya pengumuman keputusan tidak membayar dividen dan terakhir keputusan dividen tunai. Pasar bereaksi lebih besar karena menganggap keputusan *stock dividend* relatif lebih menguntungkan bagi investor dan terkandung didalam keputusan tersebut adanya tujuan menahan kas untuk membiayai peluang investasi. Jadi dianggap sebagai *good news* dibandingkan pengumuman keputusan dividen tunai maupun keputusan emiten tidak membayar dividen. Mengikuti cara berpikir di atas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H9: Pasar akan bereaksi positif akibat pengumuman keputusan *mixed dividend*.

4). Pengumuman keputusan tidak membayar dividen pada saat *declaration date* dan reaksi pasar.

Kebijakan dividen suatu perusahaan didalam keputusan pembayarannya tidak hanya dalam bentuk tunai (*cash dividend*), atau dalam bentuk saham (*stock dividend*), *mixed dividend (cash+stock)* tapi ada juga sekelompok emiten ketika laba sama sekali memutuskan tidak membayar dividen (*non-dividend payer*). Pengumuman keputusan emiten tidak memberikan dividen juga mendapat reaksi yang positif dari investor. Investor menganggap kalau perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik menginvestasikan kembali (*reinvestment*) dan memberikan *return* yang lebih tinggi dikemudian hari dibandingkan investor melakukan sendiri investasi tersebut bila laba dibagikan. Jadi investor bersedia mengorbankan tidak memperoleh dividen saat ini tetapi mengharapkan kenaikan harga saham karena adanya pertumbuhan bisnis.

Saat ini pada pasar modal modern bila suatu saham tidak memberikan dividen berarti hal tersebut oleh pasar dapat dianggap sebagai suatu *signal* bahwa perusahaan sedang fokus pada pertumbuhan (*growth*) dan emiten tersebut aman dan memiliki fleksibilitas yang baik bila ada gangguan kesulitan ekonomi. Oleh karena itu, pasar bereaksi positif untuk perusahaan yang mengalami pertumbuhan meskipun perusahaan memilih keputusan tidak membayar dividen. Reaksi positif ini, juga didukung hasil penelitian He, et al (2001) yang mencatat bahwa reaksi pasar adalah positif untuk emiten yang memilih keputusan dividen tunai maupun yang tidak membayar dividen (non-payers).

Sejalan dengan hasil ini, adalah hasil studi Baker dan Wurgler (2004a) bahwa perusahaan tidak akan membayar dividen bila investor memberi harga premium untuk emiten yang tidak membayar dividen. Harga premium berarti investor memberi reaksi yang positif terhadap perusahaan yang memilih keputusan tidak membayar dividen. Berdasarkan pembahasan diatas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H10: Pasar akan bereaksi positif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen.

5).Pemilihan model untuk uji reaksi pasar.

Untuk menjawab tujuan penelitian nomer 2 (dua) pada penelitian disertasi ini maka berdasarkan pemahaman teori-teori yang ada dan pengamatan terhadap jurnal-jurnal dan penelitian terdahulu. Maka penelitian ini akan menguji ada

tidaknya reaksi pasar akibat keputusan dividen menggunakan *event study* . Metode ini menggunakan uji t untuk *cummulative abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman keputusan dividen (*dividend announcement date* atau *dividend declaration date*).

Banyak peneliti yang merekomendasikan *event-study* untuk menguji reaksi pasar, antara lain yakni Pettit (1972), MacKinlay (1997), Aharony dan Swary (1980), Bhatia (2010) , Suwanna (2012) He, et al (2001), Akbar dan Baig (2010), Aamir dan Shah (2011) serta Pathirawasam (2009). Tetapi penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu. Ada *novelty* baru yaitu menggunakan keempat *event* yakni pengumuman keputusan pembayaran dividen (*cash, stock dividen, cash+stoah dividend* dan tidak membayar dividen) sekaligus pada satu penelitian sekitar tanggal announcement. Sedangkan peneliti sebelumnya hanya mengamati pengumuman keputusan dividen tertentu saja. Penjelasan lebih lanjut mengenai event study ini akan dibahas pada bagian 3.5. Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis .

RINGKASAN MODEL 2 : Event Study

Tabel 2.2 . Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Untuk Model 2 (*Event Study Model*) : Mengenai Keputusan Dividen ,Reaksi Pasar/Abnormal *Return* dan *Event Study*.

Mengenai :	Penulis,Kajian dan Model Penelitian	Hasil Temuan Utama
<i>Signalling Theory</i>	Lintner (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes	Ada respon pasar akibat <i>event</i> keputusan perubahan dividen

	<p>Bhattacharya (1979); Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy.</p> <p>The <i>signaling</i> cost structure model (dividen berhubungan dengan <i>expected cash flows</i>).</p>	<p>Keputusan dividen tunai sebagai <i>signal</i> pada situasi <i>imperfect-information setting</i>.</p>
<p>Pengumuman Keputusan Dividen Tunai dan Reaksi Pasar.</p>	<p>Aharony dan Swary (1980); Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' <i>Returns</i>: An Empirical Analysis.</p> <p><i>Event Study Model</i>. Pendekatan <i>Market model</i>. Dan <i>abnormal return</i> dihitung dengan persamaan $\varepsilon_{ji} = R_{ji} - \alpha - \beta_j \cdot R_{mi}$.</p> <p><i>Event period</i> t-10 ,0 , t+10.</p> <hr/> <p>Aamir dan Shah(2011); Dividend Announcement and The Abnormal <i>Return</i> for The <i>Event Firm</i> and its Rivals.</p> <p>Dengan <i>event study</i> dan <i>market model</i>(<i>window period</i> t-21,0,t+21; <i>announcement date</i>).</p> <hr/> <p>Mahmood et al (2011); Dividend Announcements and Stock <i>Returns</i>:An <i>event study</i> on Karachi stock exchange.</p> <p>Dengan <i>event study</i> dan <i>market model</i> (<i>window period</i> t-20,0,t+30;<i>announcement date</i>)</p>	<p>Adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen tunai.</p>

	<p>Bhatia (2010); A Study of Dividend Announcement on Stock Returns of Popularly Traded Companies in India.</p> <p>Dengan <i>event study</i> dan <i>market model (window period t-20,0,t+20; announcement date)</i></p>	
	<p>Suwanna (2012); Impacts of Dividend Announcement on Stock Return.</p> <p>Dengan <i>event study</i> dan <i>market model (window period t-30,0,t+30;announcement date)</i></p>	
	<p>Baker (2012); Dividend policy in Indonesia: survey evidence from Executives. Survey.</p>	<p>Manager-manager yang disurvei meyakini bahwa keputusan dividen akan mempengaruhi harga saham perusahaan.</p>
<p>Pengumuman Keputusan Dividen Saham dan reaksi pasar.</p>	<p>He, et al (2001); Cash versus Stock Dividends: <i>Signalling</i> or <i>Catering</i>.</p> <p>Regressi antara market-adjusted cummulative abnormal <i>return</i> terhadap dummy variable (cash vc stock dividend).</p>	<p>Adanya reaksi pasar positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen saham maupun dividen tunai tetapi reaksi tersebut lebih besar akibat pengumuman keputusan dividen saham.</p>
	<p>Wang, et al (2012) ; Dividend Policy and The <i>Catering Theory</i> : Evidence from The Taiwan Stock Exchange.</p> <p>Model Regressi $SDR = a + b DP^{S-M} + e$</p>	<p>Adanya hubungan yang positif dan signifikan antara kecendrungan perusahaan membayar stock dividend dengan respon pasar.</p>

	<p>Akbar dan Baig (2010); Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan.</p> <p><i>Event study dan market model (window period t-20,0,t+20; announcement date)</i></p>	Adanya reaksi pasar signifikan dan positif akibat pengumuman keputusan dividen saham.
	<p>Pathirawasam (2009); The information content of stock dividend announcements: Evidence from Sri Lanka.</p> <p>Menggunakan Market Model : $R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$ dan abnormal return $\delta_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t})$ priode study (window period t-3,0,t+3; announcement date) .</p>	Adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen saham .
	<p>Mishra (2005); An Empirical Analysis of Market Reaction Around The Bonus Issues in India.</p> <p>Dengan <i>event study dan market model</i> . <i>Event window t-20,0,t+20</i> .</p>	
Pengumuman Keputusan Dividen Tunai dan Saham secara simultan (mixed dividend) dan Reaksi Pasar.	<p>Akbar dan Baig (2010); Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan.</p> <p>Dengan <i>event study dan market model (window period t-20,0,t+20; announcement date)</i></p>	Ada reaksi pasar signifikan dan positif akibat pengumuman keputusan dividen saham maupun keputusan dividen tunai dan stock secara simultan (<i>mixed dividend</i>).
	<p>He, et al ,(2011); Cash versus Stock Dividends: Signalling or Catering.</p> <p>Membuktikan melalui gambar yang diplot pada penelitian tersebut.</p>	Respon pasar terbesar, pertama untuk pengumuman keputusan <i>mixed dividend</i> , kemudian diikuti dividen saham, selanjutnya keputusan tidak membayar dividen dan terakhir keputusan dividen tunai.

Pengumuman Keputusan Tidak Membayar Dividen dan Reaksi Pasar.	He,et al (2001) ; Cash versus Stock Dividends: <i>Signalling or Catering</i> .	Reaksi pasar adalah positif untuk emiten yang memilih keputusan dividen tunai maupun yang tidak membayar dividen (non-payers).
	Membuktikan melalui gambar yang diplot pada penelitian tersebut.	
	Baker dan Wurgler (2004a) A Catering Theory of Dividends Model	Investor memberi reaksi yang positif terhadap perusahaan yang memilih keputusan tidak membayar dividen.

Sumber : Penelitian terdahulu.

2.2.3. Penelitian Terdahulu Mengenai Pengaruh Variabel Prediktor

(Karakteristik Perusahaan) Terhadap Reaksi Pasar/*Abnormal Return* dan Model Regresi Multivariat (*Explaining CAAR*).

Untuk menjawab tujuan no.3 yakni memastikan bahwa reaksi pasar akibat keputusan dividen yang diumumkan emiten memang benar dipengaruhi oleh variabel prediktor serta keputusan dividen. Maka perlu diuji menggunakan model ketiga yakni **Model Regresi Multivariat (*Explaining CAAR*)**.

Model regresi multivariat akan meregres variabel prediktor yakni *Agency cost*, *Size*, *Profitability*, *Solvency*, *Investment Opportunity*, *Liquidity* dan Keputusan Dividen terhadap Reaksi Pasar dari model *event study*.

Tujuan regresi ini antara lain memastikan bahwa variabel prediktor yang merupakan karakteristik perusahaan yang dipilih pada model logit tidak hanya berpengaruh terhadap jenis keputusan dividen tetapi juga merupakan variabel yang benar-benar mendapatkan respon pasar. Sehingga dapat dipastikan bahwa reaksi pasar yang timbul merupakan pengaruh dari variabel prediktor dan menunjukkan keputusan dividen yang diumumkan memiliki kandungan informasi.

Bila hasil uji parsial maupun simultan signifikan maka akan meningkatkan kekuatan model *event study* serta model logit . Pada akhirnya akan meningkatkan keyakinan didalam menarik kesimpulan.

1). Hubungan *Agency Costs* terhadap Reaksi Pasar.

Rozeff (1982) menjelaskan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham (*number of common stockholder*) dan penyebaran kepemilikannya maka semakin meningkat *agency cost* . Untuk mengendalikan *agency cost* maka semakin tinggi keinginan pemegang saham memilih **keputusan membayar dividen** khususnya cash dan hubungan tersebut positif.

Oleh karenanya keputusan emiten membayar dividen pada situasi *agency cost* meningkat bagi investor dianggap sebagai kabar baik (good news) dan investor semakin yakin RUPS perusahaan akan memilih keputusan membayar dividen. Akibatnya pasar memberikan reaksi pasar yang positif.

Hasil penelitian *agency hypothesis of dividends* membuktikan bahwa keputusan membayar dividen merupakan salah satu cara untuk menurunkan *agency cost* . Penurunan *agency cost* akan menimbulkan reaksi pasar yang positif sebab keputusan tersebut dapat memaksimumkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Hasil studi lain yang mendukung hubungan yang positif antara *agency cost* dengan nilai perusahaan dapat dilihat pada hasil penelitian Holder, Langrehr dan Hexter(1998), Saxena (1999) dan Boban (2011). Berdasarkan hasil beberapa riset diatas maka disimpulkan hipotesis hubungan antara *agency cost* terhadap reaksi pasar diharapkan positif.

Maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

H11: *Agency cost* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

2). Hubungan *Size* terhadap Reaksi Pasar.

Size perusahaan pada penelitian ini diukur dengan *natural log of market capitalization* merupakan proxy yang cukup baik untuk menunjukkan seberapa besar informasi tentang emiten yang tersedia ke publik.

Semakin besar *size* perusahaan maka semakin besar informasi tentang perusahaan yang sudah diketahui publik. Sehingga pengumuman keputusan dividen yang disampaikan ke publik sebagai cara menginformasikan perusahaan bagi publik sudah kurang menarik lagi. Akibatnya respon pasar menurun . Menurut Zeghal dengan menggunakan *analysis of variances* pada penelitiannya, mencatat bahwa perusahaan kecil memiliki *information content of financial statement* yang lebih besar dibanding perusahaan besar. Oleh karenanya hubungan antara *size* dengan reaksi pasar diduga memiliki hubungan yang negatif (Zeghal,1983; Bashir, 2013).

Berkaitan dengan masalah diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

H12: *Size* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar .

3). Hubungan *Profitability* terhadap Reaksi Pasar.

Profitability pada penelitian ini diukur dengan *earning per share (eps)* mengikuti penelitian Mirza dan Talat Afza (2014),Al-Malkawi (2008) dan Bozos

(2011). Semakin tinggi profitability (eps) emiten ketika mengumumkan keputusan dividen maka semakin besar reaksi pasar. Reaksi pasar meningkat tidak hanya karena keputusan membayar dividen saja yang menunjukkan perusahaan tersebut sehat. Tetapi juga karena pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi yakni didukung profitability perusahaan yang meningkat hal ini menunjukkan prospek yang baik ke depan.

Bozos didalam risetnya (Bozos,2011) dengan menggunakan model regresi mendukung pendapat diatas bahwa profitability berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar.

Berdasarkan argumentasi diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

H13: *Profitability* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar .

4). Hubungan *Insolvency* terhadap Reaksi Pasar.

Ross (1977) dalam tulisannya tentang penerapan *signaling theory* pada kebijakan struktur modal perusahaan menjelaskan bila suatu perusahaan berhutang dalam pembiayaannya , berarti keputusan ini ingin memberi *signal* ke pasar bahwa ke depan *cashflow* perusahaan tersebut akan semakin baik dan mampu membayar bunga dan pokok pinjaman.

Oleh karenanya keputusan emiten tetap membayar dividen pada situasi hutang perusahaan meningkat bagi investor dianggap sebagai kabar baik (good news) yang memiliki nilai ekonomi. Mengandung informasi bahwa emiten masih memiliki sisa dana yang cukup untuk pembayaran dividen pada tahun ini atau

tahun yang akan datang setelah melunasi bunga dan pokok pinjaman . Akibatnya pasar memberikan reaksi pasar yang positif ditunjukkan dari kenaikan harga saham akibat keputusan tersebut.

Penjelasan hubungan positif antara hutang dengan reaksi pasar dapat juga diterangkan melalui pendekatan *agency theory*. Pada saat hutang tinggi berarti sebenarnya perusahaan mengajak kreditur untuk ikut memonitor *cash flow* perusahaan. Akibatnya akan menurunkan *agency cost*. Menurunnya *agency cost* pada saat pengumuman keputusan dividen akan menimbulkan reaksi pasar yang positif karena terjadinya kenaikan harga saham (Jensen & Meckling,1976; Bashir,2013).

Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

H14: *Insolvency* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar .

5). Hubungan *Investment Opportunities* terhadap Reaksi Pasar.

Semakin tinggi peluang investasi maka semakin kecil kemungkinan perusahaan membayar dividen karena semakin banyak dana yang dibutuhkan untuk investasi ke depan. Banyak penelitian di bidang keuangan mencatat bahwa peningkatan dividen yang dibayarkan suatu perusahaan menunjukkan berkurangnya peluang investasi yang berkualitas yang dimiliki perusahaan. Sebaliknya, pembayaran dividen menurun merupakan signal peluang investasi yang semakin baik dan meningkat.

Bila keputusan perusahaan membayar dividen semakin kecil karena adanya peluang investasi yang semakin baik maka pasar akan meresponnya dengan reaksi

pasar yang positif. Artinya, semakin meningkat peluang investasi maka semakin meningkat reaksi pasar.

Penelitian Chen et al (2001) di Taiwan mencatat ada reaksi pasar yang positif dan lebih besar akibat pengumuman perusahaan yang memiliki peluang investasi yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah.

Penelitian lain dari Chen et al (2000) di Singapore dengan analisa regresi juga mendukung bahwa peluang investasi dan besarnya free cash flow berpengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar.

Berdasarkan penjelasan diatas disusun hipotesis sebagai berikut :

H15: *Investment Opportunity* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar .

6). Hubungan *Liquidity* terhadap Reaksi Pasar.

Besar kecilnya reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen akan sangat tergantung pada kondisi likuiditas perusahaan. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi diharapkan akan memberikan dividen yang lebih besar (Sutrisno,2001). Sehingga semakin likuid emiten maka reaksi pasar akan semakin besar dan positif pada saat pengumuman keputusan membayar dividen (*event window*).

Penelitian Bashir (2013) melalui model regresi membuktikan likuiditas perusahaan yang diukur dengan *cash/total asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar ketika emiten mengumumkan keputusan pemberian dividen. Hasil ini membuktikan bila emiten memiliki likuid asset maka

keputusan pembayaran dividen mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham .

Berdasarkan pembahasan diatas maka disusun hipotesis sebagai berikut :

H16: Likuiditas perusahaan berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

7).Pemilihan model untuk uji pengaruh variabel prediktor (karakteristik emiten) terhadap Reaksi pasar:

Untuk menjawab tujuan penelitian nomer 3 (tiga) pada penelitian disertasi ini berdasarkan teori-teori yang ada dan pengamatan terhadap jurnal-jurnal dan penelitian terdahulu. Maka ditetapkan untuk pengujian ada tidaknya pengaruh masing-masing variabel prediktor (karakteristik perusahaan) seperti : *agency cost*, *size*, *profitability*, *solvency*, *investment opportunity* dan *liquidity* terhadap reaksi pasar akan menggunakan pendekatan model Model Regresi Multivariat (*Explaining CAAR*). Banyak peneliti yang merekomendasikan cara seperti ini antara lain yakni Chen (2012), He,et al(2011), MacKinlay (1997), Hartono (2010), Bashir (2013), Bozos et al (2011) dan Jin (2000).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yakni adanya terobosan baru. Ada novelty baru dengan menggabungkan model multivariat ini dengan model logit serta event study. Sehingga kesimpulan yang didapat akan lebih meyakinkan dan saling memperkuat. Penjelasan lebih lanjut mengenai model ini akan dibahas pada bagian 3.5. Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis .

RINGKASAN MODEL 3 : Model Regresi Multivariat (*Explaining CAAR*)

Tabel 2.3 . Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Untuk Model 3 (Model Regresi Multivariat -*Explaining CAAR*) : Mengenai pengaruh variabel prediktor yang merupakan karakteristik perusahaan terhadap Reaksi Pasar/*Abnormal Return* dan Model Regresi Multivariat (*Explaining CAAR*).

Mengenai hubungan:	Penulis,Kajian dan Model Penelitian	Hasil Temuan Utama
<i>Agency costs Variables dan Reaksi Pasar</i> .	Rozeff (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios Model Regresi $PAY=f[Ins(-),Grow1(-),Grow2(-), Beta(-),Stock(+)]$.	Semakin tinggi agency cost pada saat pengumuman keputusan dividen akan berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.
	Jensen & Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure	
	Holder,Langrehr dan Hexter(1998); Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. Model Regresi $DP= f[FS(-),LSALES(+),INS(-),LCSHR(+),FCF(+), GROW(-),STD(-)]$	
	Boban (2011); Determinants of Dividend Payout Ratio:Evidence From The UK. Model Regresi Logistik $DPO=f[Ins(-),Grow1(-),Grow2(-), Beta(-),Stock(+)]$	

<p>Size Variable dan Reaksi Pasar</p>	<p>Zeghal (1983). Firm size and the informational content of financial statements.</p> <p>Analysis of Variances of adjusted returns</p> <hr/> <p>Bashir et al (2013). On the Differential Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Emerging Equity Market.</p> <p>Model regressi : CAR=f{Size(-), Evol(-), Lef(+), Liq(++)}</p>	<p><i>Size</i> berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.</p>
<p>Profitability Variable dan Reaksi Pasar</p>	<p>Bozos (2011). Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange.</p> <p>Model Regressi : CAR=f{Div(+),EPS(+),CAV(+),AVR(+), LnPrice(+),CHS (+)}</p>	<p><i>Profitability</i> berpengaruh positif terhadap reaksi pasar</p>
<p>Insolvency Variable dan Reaksi Pasar</p>	<p>Ross (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach.”</p> <p>Jensen & Meckling (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”</p> <p>Bashir et al (2013). On the Differential Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Emerging Equity Market.</p> <p>Model regressi : CAR=f{Size(-), Evol(-), Lef(+), Liq(++)}</p>	<p>Hutang berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.</p>
<p>Investment Opportunities Variables dan Reaksi Pasar</p>	<p>Chen et al (2000) . Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures</p>	<p><i>Investment Opportunity</i> berpengaruh positif terhadap reaksi pasar</p>

	Model Regressi: AR=f{CF(+),Size(-),Inv(+),DR(+), Ins(+)}	
	Chen et al (2001). Investment Opportunities, Free Cash Flow and Stock Valuation Effects of Corporate Investments: The Case of Taiwanese Investments in China	
Liquidity Variable dan Reaksi Pasar	Bashir et al (2013). On the Differential Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Emerging Equity Market Model regresi : CAR=f{Size(-), Evol(-), Lef(+), Liq(++)}	Likuiditas perusahaan berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

Sumber : Penelitian Terdahulu.

2.3 Kerangka Pemikiran.

Kerangka pemikiran pada penelitian ini menggunakan teori-teori yang secara umum dapat mengarahkan jalan pikiran yang logis untuk menyelesaikan masalah. Telah dijelaskan sebelumnya pada penelitian ini masalahnya yakni mengapa semakin banyak perusahaan-perusahaan yang go-publik memilih keputusan tidak membayar dividen.

Untuk langkah awal, yang dilakukan adalah mencari teori yang relevan dan bisa menjelaskan fenomena tersebut yakni faktor-faktor apa saja yang menyebabkan perusahaan memilih keputusan membayar dividen atau tidak membayar. Setelah proses pencarian, ditemukan *Agency cost/Theory* (Jensen dan Meckling; 1976) yang relevan untuk menjelaskan fenomena ini. Karena diduga masalah keengganan ini terkait dengan struktur kepemilikan dan *Agency cost*. Disamping itu, terkait dengan keengganan ini, diduga penyebabnya makalah

Miller dan Modigliani (1961) yang menyarankan sebaiknya tidak menggunakan dividen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut akan sia-sia saja karena nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya dividen. Kemudian dibahas teori dividen yang masuk dalam kelompok *Bird in The Hand Theory* seperti Lintner (1956) dan Gordon (1959). Teori ini menjelaskan yang paling menentukan keputusan dividen adalah profitabilitas perusahaan, *size*, *price-earning ratio*, likuiditas, stabilitas *earning*, *capitalization* dan struktur kepemilikan saham. Jadi menurut teori ini, faktor-faktor diatas merupakan penyebab keputusan emiten membayar dividen atau tidak membayar. Berikutnya dicari teori-teori untuk menjelaskan tentang reaksi pasar (masalah kedua dan ketiga). Bagaimana sebenarnya reaksi pasar akibat keputusan dividen ? Apakah faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividen merupakan variabel yang berpengaruh atau mendapatkan reaksi pasar?. Untuk itu digunakan *Signalling Theory* dari Bhattacharya (1979) dan Miller dan Rock (1985).

Pada tataran pembentukan model untuk menjelaskan fenomena penelitian dan pengujian maka digunakan hasil-hasil penelitian terdahulu yang relevan dan signifikan. Karena masalah penelitian ini yakni mengapa semakin menurunnya probabilitas perusahaan memilih keputusan membayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen . Maka dipilih model yang dapat menjelaskan fenomena ini yaitu model logit. Tepatnya yaitu Model Multinomial Logit berdasarkan referensi penelitian yang searah dengan fenomena diatas, antara lain Fama & French (2001) di Amerika , Boban (2011) di Inggris, Aivazian, et al (2006), Mirza dan Talat Afza (2014) di Asia Selatan , Sawitri (2004) dari Bursa

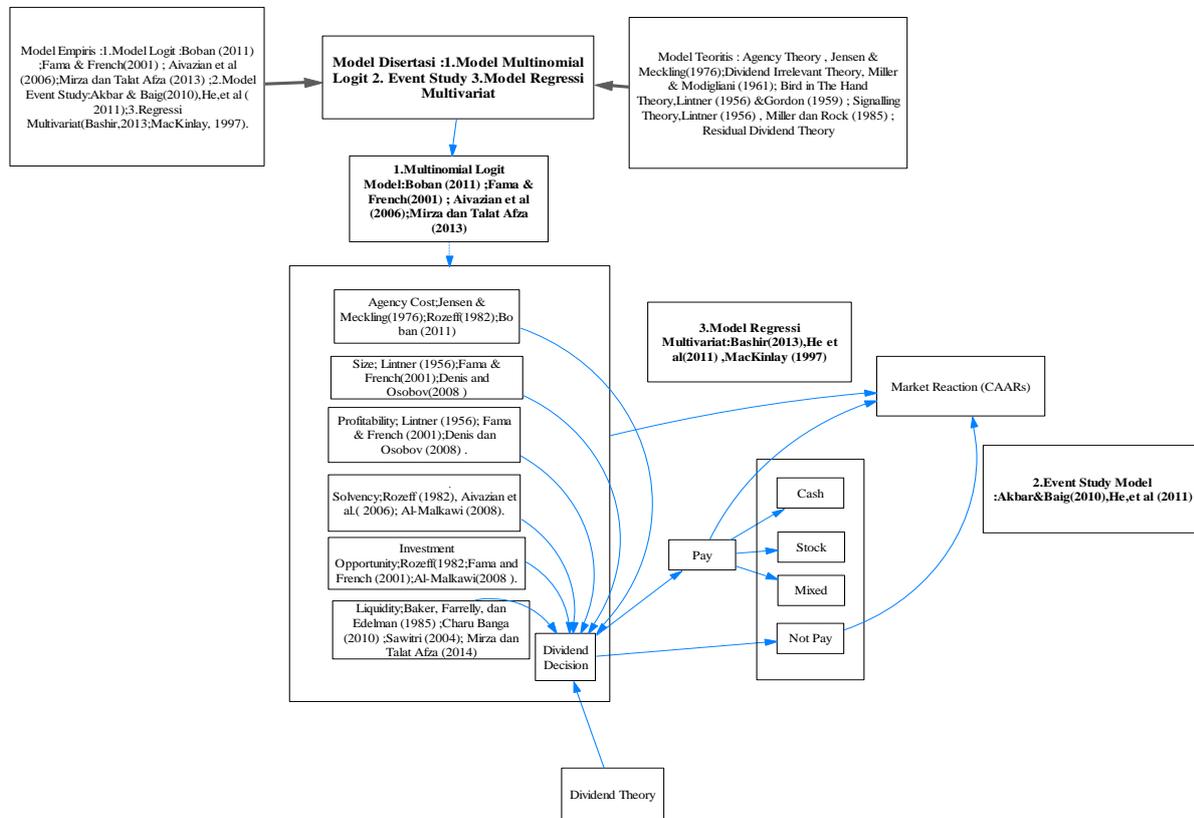
Efek Indonesia dan Al-Malkawi (2008) dari *Amman Stock Exchange* (Jordan). Setelah mengamati penelitian-penelitian terdahulu tersebut maka ditetapkan variable bebas yang mempengaruhi bayar atau tidak dibayarnya dividen yakni *Agency cost ,Size,Profitability,Solvency,Investment Opportunity dan Liquidity*.

Sedangkan untuk menjawab masalah kedua mengenai reaksi pasar digunakan model *event study* ,mengikuti penelitian-penelitian terdahulu yang mencatat hasil reaksi pasar yang signifikan.Untuk reaksi pasar menggunakan referensi antara lain Akbar dan Baig (2010) dan He, et al (2011).

Untuk kesimpulan akhir diuji pengaruh dari variabel prediktor (karakteristik perusahaan) pada model logit terhadap reaksi pasar yang merupakan hasil model *event study*.Untuk tujuan tersebut digunakan model ketiga yakni Model Regressi Multivariat (*Explaining CAAR*) mengikuti Chen(2010),He,et al (2011), Bashir(2013),Bozos et al (2011) dan Jin (2000) dan MacKinlay (1997). Pada model ini *CAAR* akan diregress terhadap variabel prediktornya yang terdapat pada model 1:logit . Tujuan regress ini untuk menguji apakah *CAAR* reaksi pasar dipengaruhi oleh variabel-variabel prediktornya. Hasil ini akan meningkatkan kekuatan hasil empiris dari *event study*.

Kerangka teori secara keseluruhan disajikan pada gambar 2.2 Kerangka Pemikiran berikut dibawah ini :

Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran



Sumber : Kajian Pustaka dan penelitian terdahulu.

Hubungan Antar Variabel Penelitian & Paradigma Penelitian.

Model 1 : Model Multinomial Logit.

Model Multinomial Logit adalah model untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai/stock/ *mixed* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen (tujuan penelitian no.1) . Letak perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu pada model multinomial logit ini sedangkan penelitian terdahulu hanya binomial logit.

Pada penelitian ini model digunakan untuk menganalisis fenomena adanya kecenderungan semakin menurunnya emiten memilih keputusan dividen dibanding dengan keputusan tidak membayar dividen . Model ini menjelaskan bahwa keputusan dividen yang dipilih dan diumumkan adalah fungsi dari variabel prediktor yang merupakan karakteristik keuangan emiten.

Hubungan Agency Cost terhadap Keputusan Dividen.

Dalam kenyataan sering sekali pemilik perusahaan berbeda kepentingan dengan manajer sehingga menimbulkan *agency problem* . Masalah ini menimbulkan biaya yang disebut dengan *agency cost* (Jensen & Meckling, 1976).

Rozeff (1982) dengan menggunakan model regresi membuktikan bahwa semakin tinggi insider ownership (*dispersion of ownership* yang rendah) para pemegang saham tidak perlu merasa khawatir terhadap perilaku *insider*. Akibatnya *agency problem* rendah. Keadaan ini akan mengakibatkan kemungkinan perusahaan akan memberikan dividen rendah. Demikian pula sebaliknya semakin besar jumlah pemegang saham (*dispersion of ownership* yang besar) maka berpengaruh positif terhadap besarnya *dividend payout*. Hasil ini didukung oleh penelitian Boban (2011), Holde, Langrehr dan Hexter (1998) kemudian (Saxena (1999).

Hubungan Size terhadap Keputusan Dividen.

Umumnya perusahaan besar ketika memerlukan pembiayaan memiliki akses yang cukup besar ke pasar modal dengan biaya yang lebih rendah dan kendala

yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan kecil . Hal ini menunjukkan ketergantungan perusahaan besar semakin kecil pada dana dari dalam perusahaan (internal financing) ketika *size* perusahaan meningkat (Al-Malkawi,2008).

Karena memiliki akses yang mudah ke pasar modal maka perusahaan besar biasanya akan membayar dividen yang besar kepada pemegang sahamnya. Banyak penelitian yang telah membuktikan bahwa *Size* berpengaruh signifikan dan positif terhadap probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen , antara lain Fama dan French(2001) kemudian Denis and Osobov(2008) dengan menggunakan regresi logistik dan Al-Malkawi(2008) dengan alat analisis probit.

Hubungan *Profitability* terhadap Keputusan Dividen.

Keputusan perusahaan membayar atau tidak membayar dividen tentu pertama kali dilihat apakah perusahaan laba (profit) atau tidak. Karena laba merupakan sumber dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Selanjutnya besar kecilnya dividen ditentukan oleh besar kecilnya kemampuan perusahaan menghasilkan laba (*profitability*). Hasil penelitian yang paling awal dari Lintner (1956) membuktikan bahwa faktor yang paling menentukan pembayaran dividen maupun perubahan besar kecilnya dividen adalah laba perusahaan.

Penelitian lain yang mendukung Lintner adalah Fama dan French (2001), dengan menggunakan model logit menemukan bukti adanya pengaruh *profitability* yang signifikan dan positif terhadap keputusan dividen. Kemudian DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004). Selanjutnya DeAngelo, DeAngelo,

and Stulz (2006) dan Denis & Osobov (2008) di negara-negara maju dengan menggunakan model logit regression serta Aivazian et al.(2003) , Sawitri (2004) dan Al-Malkawi (2008) yang melakukan penelitian di pasar modal negara-negara berkembang.

Hubungan *Insolvency* terhadap Keputusan Dividen.

Pada umumnya semakin besar hutang perusahaan maka semakin besar bunga dan pokok pinjaman yang segera harus dilunasi. Akibatnya akan menurunkan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen karena laba yang tersedia menurun (Jensen,1986). Penyebab lain menurunnya pembayaran dividen ini adalah dalam rangka meminimumkan *transaction cost* bila perusahaan menggunakan *external financing* . Bisa juga karena adanya pembatasan dari kreditur yang ada pada *debt covenants* (Rozeff, 1982).

Penelitian Rozeff (1982) dan Aivazian, et al(2003) dengan analisis regresi , Aivazian et al(2006) dan He,et al (2001) menggunakan regresi logistik kemudian Al-Malkawi (2008) dengan probit.Semua penelitian mereka mencatat bahwa ada pengaruh hutang yang signifikan negatif terhadap probabilita perusahaan memilih keputusan bayar dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen (*willingness to pay a dividend*).

Hubungan *Investment Opportunities* terhadap Keputusan Dividen.

Secara umum perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang investasi yang besar cenderung akan membagikan dividen yang semakin kecil sebab

memerlukan dana untuk melakukan ekspansi. Demikian pula sebaliknya (Lang and Litzenberger, 1989).

Makin tinggi peluang investasi maka semakin rendah pembayaran dividen karena laba ditahan untuk ekspansi. Beberapa hasil dari penelitian yang mencatat adanya pengaruh signifikan dan negatif antara peluang investasi dengan keputusan dividen dapat dilihat dari temuan riset Rozeff (1982) dan Fama and French (2001).

Hubungan *Liquidity* terhadap Keputusan Dividen.

Bagi kebanyakan perusahaan ketika akan mengambil keputusan pembayaran dividen biasanya akan melihat kondisi likuiditas perusahaan. Jangan sampai pembayaran dividen membuat perusahaan tidak likuid. Sehingga menurunkan kredibilitas. Apalagi keputusan dividen yang diambil dengan pembayaran tunai.

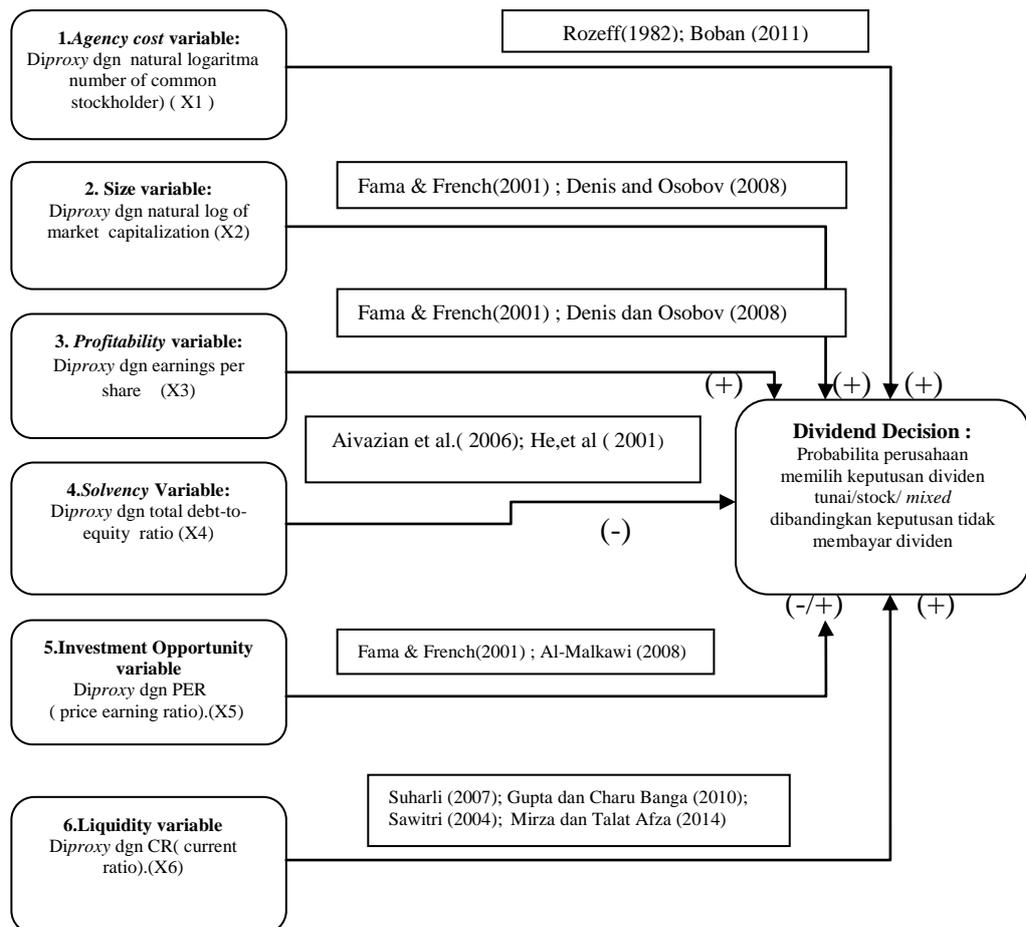
Hasil penelitian Suharli (2007), Gupta dan Charu Banga (2010) dengan multiple regression kemudian Sawitri (2004), Mirza dan Talat Afza (2014) dengan menggunakan regresi logistik menemukan bukti adanya pengaruh likuiditas yang signifikan dan positif terhadap probabilitas suatu perusahaan memilih keputusan bayar dividen dibandingkan keputusan tidak membayar dividen (*willingness to pay dividend*).

Gambar 2.3, berikut dibawah ini merupakan paradigma penelitian yang menjelaskan keterkaitan dan pola hubungan antar variabel penelitian dari model 1: multinomial logit. Paradigma ini menjelaskan pengaruh *Agency cost*, *Size*, *Profitability*, *Solvency*, *Investment Opportunity* dan *Liquidity* terhadap

probabilita keputusan perusahaan membayar dividen tunai/stock/ *mixed* dibandingkan keputusan tidak membayar dividen (*willingness to pay a dividend*).

Gambar 2.3

Paradigma Penelitian Model Logit



Sumber : Kajian pustaka dan penelitian terdahulu

Memperhatikan kerangka (paradigma) penelitian diatas, terlihat bahwa model penelitian yang sesuai untuk pengujian hipotesis dan alat analisis masalah yaitu model *Multinomial Logistic Regression*.

Berdasarkan hal diatas maka pengaruh 6 variabel independen tersebut terhadap besarnya probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen (tunai,*stock* atau *mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar akan diuji melalui persamaan multinomial logit mengikuti Fama & French(2001) , He,et al (2001) dan AL- Shubiri (2011). Penjelasan persamaan ini akan dibahas pada bab 3 , sub-bab 3.5.1 Rancangan analisis.

Model 2 : Event Study

Event Study Model adalah suatu model untuk menguji respon pasar akibat pengumuman keputusan dividen tunai,*stock,mixed* (tunai+*stock*) dan tidak membayar dividen (tujuan penelitian no.2).

Setelah melihat pengaruh masing-masing variabel prediktor (karakteristik keuangan) terhadap probabilita keputusan dividen dengan multinomial logit maka dilanjutkan dengan meneliti bagaimana respon pasar akibat pengumuman keputusan dividen tunai, dividen saham, mixed dan keputusan tidak membayar dividen menggunakan pendekatan metodologi *event study*. Secara teoritis , bila keputusan dividen yang ditetapkan mengandung informasi tentang prospek perusahaan yang lebih baik ke depan (*information content*) maka diharapkan investor akan memberikan respon positif.

Adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan dividen tunai antara lain dapat dilihat pada Aamir dan Shah(2011), Mahmood et al (2011) dan Bhatia (2010). Reaksi pasar juga signifikan positif akibat pengumuman keputusan dividen saham , hasil ini dicatat oleh Pathirawasam (2009), Mishra (2005), dan Akbar dan Baig (2010).Demikian juga

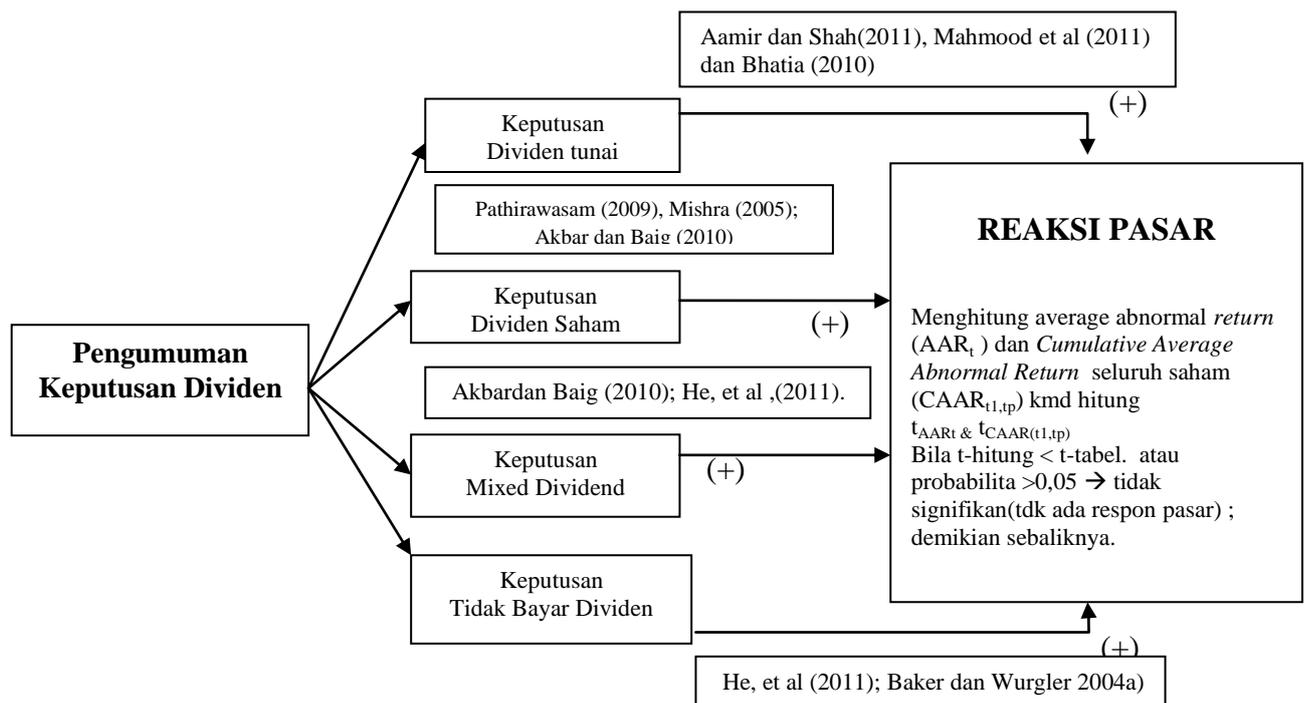
untuk pengumuman keputusan *mixed dividend* (Akbar dan Baig (2010); He, et al ,(2011)). .

Menurut hasil penelitian He,et al (2011) dan hasil studi Baker dan Wurgler (2004a) keputusan emiten tidak membayar dividen juga mendapat reaksi yang positif dari investor. Investor menganggap perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang lebih baik menginvestasikan kembali (*reinvestment*).Oleh pasar dapat dianggap sebagai suatu *signal* bahwa perusahaan sedang fokus pada pertumbuhan (*growth*) dan karenanya pasar bereaksi positif untuk perusahaan yang mengalami pertumbuhan meskipun perusahaan tidak membayar dividen .

Gambar 2.4, berikut dibawah ini merupakan paradigma penelitian model 2: *Event Study* yang menjelaskan keterkaitan dan pola hubungan antara keputusan dividen (tunai,stock,mixed atau tidak membayar dividen) dengan reaksi pasar.

Gambar 2.4

Paradigma Penelitian *Event Study* Model



Sumber : Kajian pustaka dan penelitian terdahulu

Berdasarkan penjelasan diatas untuk menguji bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen (tunai, *stock* , *mixed* atau tidak membayar dividen) dilakukan dengan cara menghitung *abnormal return* menggunakan *Event Study* . Ada novelty baru pada penelitian ini yakni meneliti reaksi pasar akibat 4 jenis keputusan dividen sedangkan penelitian sebelumnya hanya satu atau dua keputusan dividen saja.

Penjelasan tentang event study ini akan dibahas pada sub-bab 3.5.1 Rancangan Analisis.

Model 3 : Model Regresi Multivariat (explaining CARs) dan Kesimpulan Akhir

Selanjutnya setelah menguji signifikansi reaksi pasar (*abnormal return*) akibat pengumuman keputusan dividen tertentu dengan model ke-2 *event study* , maka dilanjutkan dengan menguji apakah reaksi pasar juga dipengaruhi oleh variabel prediktor (karakteristik perusahaan) yang mempengaruhi keputusan dividen. Oleh karenanya, pada bagian ketiga dari penelitian ini, variabel *cummulative average abnormal return (CAAR)* saham yang mencerminkan respon pasar (yang dihitung pada model kedua) akan diregress terhadap variabel prediktor yang merupakan karakteristik keuangan perusahaan (pada model 1: logit) .

Tujuan dari metodologi ini yakni untuk menguji apakah *CAAR* yang mencerminkan reaksi pasar dipengaruhi juga oleh faktor-faktor karakteristik

perusahaan (tujuan penelitian no.3) . Hasil ini akan meningkatkan kekuatan hasil empiris dari *event study*. Jika hanya menggunakan metodologi *event study* saja untuk menguji reaksi pasar maka kesimpulan atau hasilnya akan palsu (spurious) karena kemungkinan adanya hubungan faktor-faktor lain yang mungkin mendistorsi temuan yang sebenarnya (Bashir, 2013). Jadi model regresi multivariat disini dipakai untuk menjelaskan penyebab reaksi pasar lebih lanjut. (MacKinlay, 1997; Hartono, 2010; Chen, 2012; Bashir, 2013; Bozos et al ,2011 dan Jin ,2000).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yakni menggabungkan model multivariat ini dengan model logit dan event study sekaligus. Sedangkan penelitian terdahulu hanya menggunakan satu atau dua model saja.

Hubungan Agency cost terhadap Reaksi Pasar.

Semakin besar jumlah pemegang saham dan penyebaran kepemilikannya maka semakin meningkat *agency cost* . Untuk mengendalikan *agency cost* maka semakin tinggi keinginan pemegang saham memilih **keputusan membayar dividen** khususnya cash dan hubungan tersebut positif.

Keputusan emiten membayar dividen pada situasi *agency cost* meningkat bagi investor dianggap sebagai kabar baik (good news). Akibatnya pasar memberikan reaksi pasar yang positif. (Jensen & Meckling, 1976; Holder, Langrehr dan Hexter, 1998; Saxena, 1999 dan Boban ,2011).

Hubungan *Size* terhadap Reaksi Pasar.

Semakin besar *size* perusahaan (*natural logaritma market capitalization*) maka semakin besar informasi tentang perusahaan yang sudah diketahui publik. Sehingga pengumuman keputusan dividen yang disampaikan ke publik sebagai cara menginformasikan perusahaan bagi publik sudah kurang menarik lagi. Akibatnya respon pasar menurun . Hubungan antara *size* dengan reaksi pasar diduga memiliki hubungan yang negatif (Zeghal,1983; Bashir,2013).

Hubungan *Profitability* terhadap Reaksi Pasar.

Semakin tinggi *profitability* (eps) emiten ketika mengumumkan keputusan dividen maka semakin besar reaksi pasar. Reaksi pasar meningkat tidak hanya karena keputusan membayar dividen saja yang menunjukkan perusahaan tersebut sehat. Tetapi juga karena pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi yakni didukung *profitability* perusahaan yang meningkat. Hal ini menunjukkan kemungkinan besar dividen yang dibagikan semakin besar. Bozos (2011) dengan model regresi mendukung pendapat diatas bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar.

Hubungan *Insolvency* terhadap Reaksi Pasar.

Bila suatu perusahaan berhutang dalam pembiayaan investasi , berarti keputusan hutang ini ingin memberi *signal* ke pasar bahwa ke depan *cashflow* perusahaan tersebut akan semakin baik dan mampu membayar bunga dan pokok pinjaman.

Oleh karenanya keputusan emiten tetap membayar dividen pada situasi hutang perusahaan meningkat bagi investor keputusan tersebut memiliki nilai ekonomi. Mengandung informasi bahwa emiten memiliki dana yang cukup untuk pembayaran dividen pada tahun ini atau tahun yang akan datang dan melunasi bunga dan pokok pinjaman . Akibatnya pasar memberikan reaksi pasar yang positif.(Bashir,2013).

Hubungan *Investment Opportunity* terhadap Reaksi Pasar.

Bila keputusan perusahaan membayar dividen semakin kecil atau tidak membayar sama sekali karena adanya peluang investasi yang semakin baik maka pasar akan meresponnya dengan reaksi pasar yang positif. Artinya, semakin meningkat peluang investasi ketika dividen diumumkan maka semakin meningkat reaksi pasar (Chen et al ,2000 dan 2001).

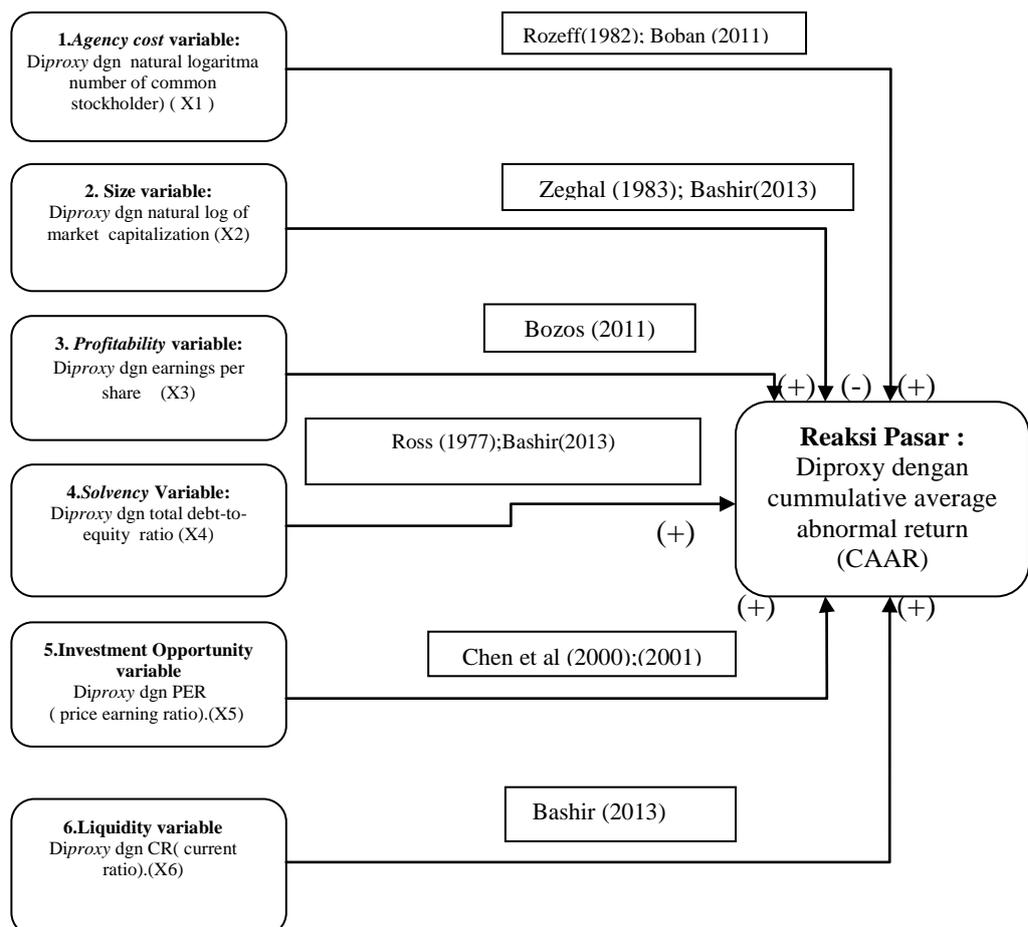
Hubungan *Liquidity* terhadap Reaksi Pasar.

Semakin likuid emiten pada saat pengumuman keputusan dividen maka reaksi pasar akan semakin besar dan positif. Reaksi pasar positif karena emiten dipastikan memiliki dana yang cukup. Cukup untuk membayar dividen dan masih memiliki dana untuk operasional maupun membayar kewajiban jangka pendek (Bashir, 2013).

Gambar 2.5, berikut dibawah ini merupakan paradigma penelitian model 3: Model Regresi Multivariat yang menjelaskan keterkaitan dan pola hubungan antara variabel penelitian dari model 3. Paradima ini menjelaskan pengaruh *Agency cost*, *Size*, *Profitability*, *Solvency*, *Investment Opportunity* dan *Liquidity* terhadap reaksi pasar.

Gambar 2.5

Paradigma Penelitian Model Regresi Multivariat



Sumber : Kajian pustaka dan penelitian terdahulu

Berdasarkan penjelasan dan memperhatikan kerangka (paradigma) penelitian diatas , model penelian ini adalah model yang ingin melihat efek variabel prediktor *Agency cost, Size, Profitability, Solvency, Investment Opportunity* dan *Liquidity* terhadap reaksi pasar . Oleh karena itu, untuk pengujian hipotesis maka alat analisis yang dipakai adalah Regressi Multivariat. Mengikuti cara MacKinlay, 1997;Hartono,2010;Chen,2012; Bashir,2013;Bozos et al ,2011 dan Jin ,2000). Pembahasan lebih lanjut terdapat pada sub-bab 3.5.1 Rancangan Analisis.

2.4. Hipotesis

Berdasarkan kajian pustaka (bagian 2.1) dan penelitian terdahulu tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividen (bagian 2.2.1) maka diperoleh 6 hipotesis (**H1 s/d H6**) yang berkaitan dengan 6 variabel yang mempengaruhi yakni *Agency cost, size, profitability, solvency, investment opportunity dan liquidity*. Keenam hipotesis ini dapat dilihat pada bagian 2.2.1 tersebut .

Kemudian bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *cash,stock,mixed* atau tidak membayar dividen terdapat pada bagian 2.2.2 dan pada bagian tersebut terdapat 4 hipotesis (**H7 s/d H10**).

Selanjutnya apakah ke 6 variabel diatas berpengaruh terhadap reaksi pasar dapat dilihat pada bagian 2.2.3 dan pada pembahasanya terdapat 6 hipotesis (**H11 s/d H16**).

Berdasarkan 16 hipotesis diatas maka dapat dikelompokkan dan disusun hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis berkaitan dengan Model Logit (probabilita bayar dividen).

1. *Agency cost* , *Size*, *Profitability* dan *Liquidity* berpengaruh positif terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .
2. *Insolvency* berpengaruh negatif terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham , kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .
3. *Investment Opportunity* berpengaruh negatif terhadap probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai dan berpengaruh positif terhadap keputusan dividen saham atau kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

Hipotesis berkaitan dengan Event Study (reaksi pasar keputusan dividen) .

4. Pasar akan bereaksi positif akibat pengumuman keputusan dividen tunai ,dividen saham, dividen tunai dan saham (*mixed*) dan keputusan tidak membayar dividen.

**Hipotesis berkaitan dengan Model Regresi Multivariat (Explaining CAAR) -
menguji reaksi pasar variabel prediktor.**

5. *Agency cost*, *profitability*, *insolvency*, *investment opportunity* dan *liquidity* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.
6. *Size* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.

2.5. Posisi Penelitian

Penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu dan diharapkan akan mampu menjelaskan fenomena yang ada serta menyelesaikan masalah penelitian dengan pencapaian yang lebih tinggi.

Hal tersebut dapat dicapai karena penelitian ini menggunakan :

1. Metode yang lebih lengkap dibandingkan metode penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan 3 metode yakni Model *Multinomial Logit*, *Event Study Model* dan Model Regresi Multivariat didalam menganalisa fenomena *disappearing dividend* . Kalau penelitian sebelumnya paling banyak menggunakan dua dari 3 metode diatas. Dengan menggunakan 3 metode akan diperoleh hasil yang lebih meyakinkan (sahih).
2. Model *Multinomial Logit* , dengan model ini maka analisis terhadap keputusan dividen dapat diarahkan lebih spesifik dibandingkan dengan penelitian terdahulu yang lebih banyak menggunakan binomial logit.
3. Ketiga metode secara bersamaan merupakan metode yang paling canggih yang bisa menyelesaikan masalah yang dihadapi dalam penelitian ini.
4. Penelitian ini menggunakan indikator variabel yang cukup populer dan dikenal investor pasar modal dibandingkan penelitian terdahulu menggunakan indikator yang cukup rumit dan relatif sulit memperoleh datanya.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Metode Yang Digunakan

Penelitian ini menggunakan pendekatan ilmu ekonomi khususnya manajemen keuangan dengan kajian utama pada keputusan dividen. Disamping penelitian **deskriptif**, penelitian ini juga bersifat penelitian **verifikatif** yakni ingin mengetahui pengaruh antar variabel melalui suatu pengujian hipotesis serta pada akhirnya menarik kesimpulan (**inferensial**). Pada penelitian ini , model yang dihasilkan juga akan diuji kemampuan **prediktifnya** agar hasil yang diperoleh dapat dipakai untuk proyeksi ke depan dan memecahkan masalah.

Untuk mendapatkan gambaran mengenai permasalahan emiten terkait dengan keputusan dividennya maka studi ini menetapkan **objek penelitiannya** adalah sebagai berikut:

- 1) Penyebaran kepemilikan saham (mencerminkan tingkat *agency problem*).
- 2) Kapitalisasi pasar (mengukur *Size* perusahaan).
- 3) Earning per Share (EPS) perusahaan sebagai proxy terhadap *profitability* yang mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba.
- 4) Hutang (DER) perusahaan yang menggambarkan tingkat *solvency*.
- 5) PER emiten untuk melihat peluang investasi.
- 6) Current Ratio emiten menggambarkan tingkat likuiditas perusahaan.

- 7) Event-nya : pengumuman keputusan dividen tunai , *stock* ,*mixed dividend* maupun keputusan tidak membayar dividen ketika pertama kali diumumkan ke pasar .
- 8) Harga saham perusahaan selama periode estimasi (200hari) dan periode event window (11 hari).
- 9) Abnormal return saham perusahaan untuk mengamati reaksi pasar akibat keputusan dividen.

3.2. Operasionalisasi Variabel

Operasionalisasi variabel dari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :

Variabel	Indikator	Ukuran	Skala
<p><i>Agency cost</i></p> <p><i>Agency cost</i> adalah biaya-biaya yang ditanggung pemegang saham untuk meminimalkan masalah-masalah keagenan dan memaksimalkan keuntungan pemegang saham.</p>	<i>Natural log of number of common stockholder.</i>	Number.	Rasio
<p><i>Size</i> .</p> <p><i>Size</i> dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan yang dinilai dari kapitalisasi pasar yakni jumlah saham yang beredar dikali harga saham perusahaan di pasar.</p>	<i>Natural log of market capitalisation</i>	Rupiah	Rasio
<p><i>Profitability</i></p> <p><i>Profitability</i> adalah mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba.</p>	Earnings per share	Persentase	Rasio
<p><i>Solvency</i></p> <p><i>Solvency</i> adalah menggambarkan struktur pembiayaan perusahaan</p>	Debt-to-equity	Persentase	Rasio

terdiri dari hutang (liabilities) dan ekuitas.			
<i>Investment Opportunity</i> Peluang Investasi disini adalah pertumbuhan investasi disebabkan adanya peluang dan prospek yang baik ke depan.	PER(price earning ratio).	Persentase	Rasio
<i>Liquidity.</i> Likuiditas disini adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang segera jatuh tempo.	Current Ratio	Persentase	Rasio
Keputusan Dividen Keputusan yang diambil perusahaan menyangkut berapa besar dari laba yang dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai ,dividen saham kombinasi tunai dan saham (mixed) dan tidak membayar dividen.	Keputusan Dividen Tunai Keputusan Dividen Saham Keputusan Kombinasi Dividen (Mixed Dividend) Keputusan Tidak Membayar Dividen	Kategori	Nominal
Return aktual : Tingkat keuntungan yang telah diterima investor atas investasinya.	Selisih log natural harga sekarang dengan log natural harga priode sebelumnya.	Persentase	Rasio
Return pasar: Tingkat keuntungan yang diterima pasar karena investasinya di pasar modal.	Selisih log natural IHSG sekarang dengan log natural IHSG priode sebelumnya.	Persentase	Rasio
Expected return: Tingkat keuntungan normal yang diharapkan investor dari investasinya.	<i>Expected return</i> diestimasi dengan menggunakan <i>single index market model</i> .	Persentase	Rasio
Abnormal Return : Adalah return yang diterima investor diatas atau dibawah expected returnnya.	<i>Abnormal return</i> diestimasi dengan melihat selisih antara <i>expected return</i> dengan return aktual.	Persentase	Rasio

Reaksi pasar.	Abnormal Return dan	Persentase	Rasio
Reaksi pasar adalah respon kenaikan atau penurunan harga saham di pasar akibat pengumuman dividen.	CAABR		

Sumber : Kajian pustaka dan penelitian terdahulu

3.3. Sumber dan Cara Penentuan Data/Informasi

Unit analisis didalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 yang mengumumkan keputusan dividen (tunai/saham/*mixed*) atau tidak membayar .Dengan ketentuan sebagai berikut (*purposive sampling*) :

No.	Kreteria Seleksi Emiten	Jumlah Emiten Yang Memenuhi Kriteria
1	Seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 yang mengumumkan keputusan dividen (tunai/saham/ <i>mixed</i>) atau tidak membayar.	459
2	Perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005 s/d 2012 yang mengumumkan keputusan dividen (tunai,stock atau mixed) atau yang tidak membayar, bukan Lembaga Keuangan Bank dan Non-Bank serta equitynya tidak negative.	227
3	Saham-saham perusahaan tersebut aktif diperjualbelikan.Bergerak selama priode pengamatan : <i>event period</i> dan <i>estimation period</i> di Bursa Efek Indonesia.	227
4	Perusahaan tersebut tidak melakukan aksi korporasi (corporate action) maupun pengumuman lain sekitar tanggal pengumuman dividen (declaration date).	226
5	Perusahaan-perusahaan yang mempunyai data lengkap tentang variabel yang menjadi objek penelitian.	204

Sumber : BEI.Data Sekunder Diolah, 2012

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a) Jumlah keseluruhan pemegang saham .
- b) Kapitalisasi pasar.
- c) Earning per share.
- d) Debt to Equity ratio.
- e) Price earning ratio.
- f) Current Ratio .
- g) Tanggal pengumuman/deklarasi keputusan dividen tunai , *stock dividend, mixed* maupun keputusan tidak membayar dividen .
- h) Harga saham perusahaan selama periode estimasi dan periode event window.
- i) Abnormal return saham perusahaan.

Data-data tersebut diatas diperoleh dari sumber laporan keuangan perusahaan maupun data statistik BEI , finance.yahoo.com dan Bloomberg.com , Bank Indonesia atau Indonesia Capital Market Directory dari tahun 2005-2012.

3.4. Teknik Pengumpulan Data

Secara umum data yang digunakan untuk menjawab semua masalah atau tujuan penelitian menggunakan data sekunder. Sebagian besar data yang dikumpul adalah data **populasi** dari perusahaan yang akan diteliti. Seperti telah dijelaskan diatas pada penelitian ini **populasinya** adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 yang memperoleh laba, baik yang membayar dividen atau tidak membayar. Sumber data tersebut diperoleh dari Bursa Efek

Indonesia(BEI) , Bloomberg , Bank Indonesia dan perpustakaan BEI maupun mengutip dari Indonesian Capital Market Directory.

3.5. Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis .

Pertanyaan yang paling penting dan perlu dicari jawabannya melalui penelitian ini adalah : apakah sebenarnya yang menyebabkan menurunnya probabilita emiten membayar dividen dibandingkan dengan tidak membayar di Bursa Efek Indonesia?. Dengan perkataan lain penelitian ini ingin mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kecenderungan suatu perusahaan di BEI memilih keputusan *cash dividen*, *stock dividend* ,kombinasi tunai dan saham (*mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Untuk menganalisis masalah tersebut maka dipilih model multinomial logit.

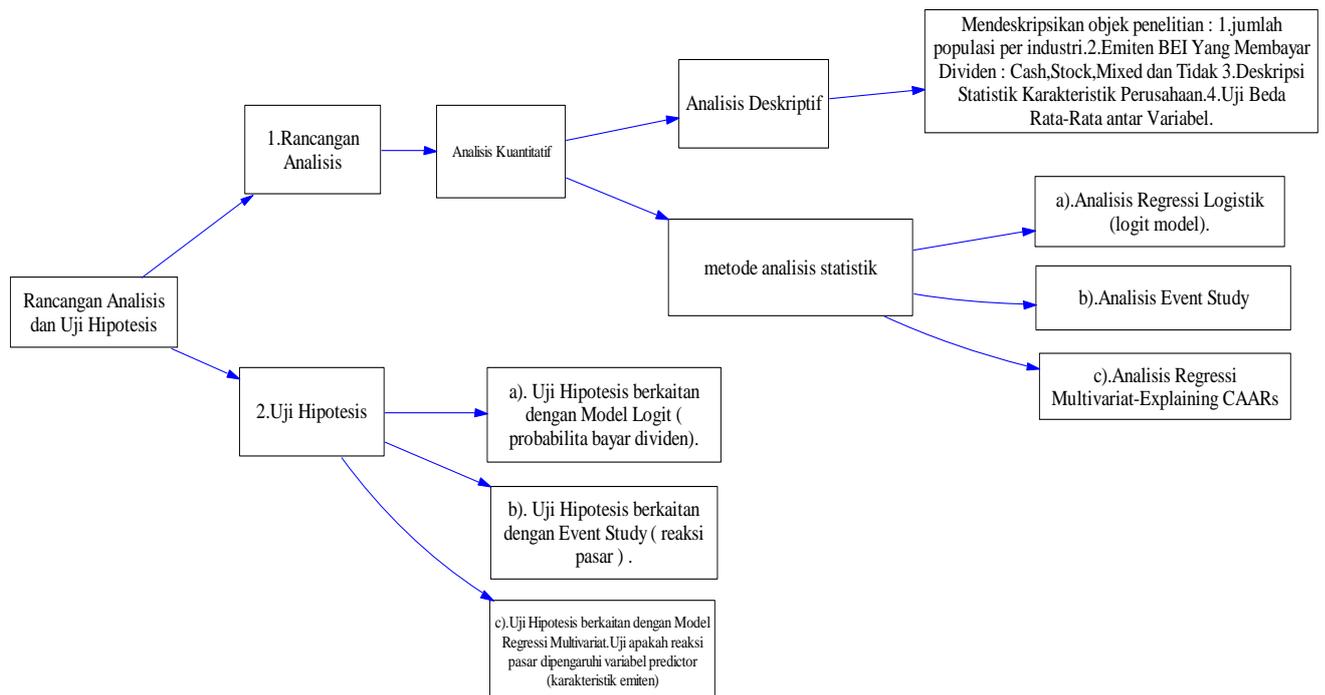
Pertanyaan penting lainnya yang juga akan diteliti adalah: bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen atau keputusan tidak membayar dividen oleh perusahaan. Untuk menganalisis masalah respon ini digunakan *event study*.

Akhirnya untuk melihat apakah reaksi pasar dari event study juga dipengaruhi oleh variabel prediktor (karakteristik perusahaan) yang ada pada model logit. Maka penelitian ini akan menggunakan analisis regresi multivariat (*explaining CAAR_s*). Analisis ini juga sebagai alat memperkuat hasil analisis *event study* .

Untuk memperoleh jawaban atas masalah di atas , maka diperlukan rancangan mengenai analisis yang dilakukan terhadap data yang dikumpulkan. Kemudian melakukan pengujian terhadap hipotesis yang telah ditetapkan. Berikut dibawah

ini Gambar 3.1: Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis kemudian diikuti penjelasan masing-masing mengenai rancangan analisis dan uji hipotesis.

Gambar 3.1: Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis



Sumber : Kajian pustaka dan penelitian terdahulu

3.5.1 Rancangan Analisis.

Pada penelitian ini, analisis menggunakan metode kuantitatif. Untuk analisis terhadap data akan dilakukan sebagai berikut :

- a). Analisis sebelum krisis keuangan global – Pra Krisis (2005-2008).
- b). Analisis sesudah krisis keuangan global – Pasca Krisis (2009-2012)
- c). Analisis keseluruhan priode (full period, 2005-2012).

Pembagian sampel dan analisis menjadi dua periode (sebelum dan sesudah krisis) dimaksudkan untuk melihat kemungkinan perubahan dalam faktor-faktor penentu keputusan dividen antara dua periode.

Analisis Kuantitatif.

Langkah awal analisis kuantitatif yang digunakan pada penelitian ini adalah **analisis deskriptif**. Metode ini akan mendeskripsikan dan memaparkan objek penelitian, berdasarkan:

1. Jumlah populasi per industri.
2. Emiten BEI yang membayar dividen: *cash*, *stock*, *mixed* dan tidak bayar.
3. Deskripsi Statistik Karakteristik Perusahaan.
4. Uji beda rata-rata variabel antar periode pengamatan.

Berikutnya, analisis kuantitatif yang digunakan adalah metode analisis menggunakan statistik. Metodologi analisis statistik yang dipakai untuk analisis adalah sebagai berikut :

- a) **Analisis Regresi Logistik (*multinomial logit model*)** : menjawab tujuan penelitian no.1.
- b) **Analisis *Event Study*** : menjawab tujuan no.2
- c) **Analisis Regresi Multivariat (*Explaining CAARs*)** : menjawab tujuan no.3

Penjelasan secara integratif untuk ketiga model diatas adalah sebagai berikut :

Model Multinomial Logit dipilih karena variabel dependennya bersifat kualitatif berbentuk multinomial (lebih dari dua kategori). Pada penelitian ini ada

empat kategori keputusan dividen, merupakan pilihan yang tersedia bagi emiten dan yang akan diamati eventnya, yakni :

- 1) Keputusan dividen tunai.
- 2) Keputusan dividen saham (*stock dividend*).
- 3) Keputusan dividen kombinasi *stock* dan tunai atau dikenal dengan *mixed dividend*.
- 4) Keputusan tidak membayar dividen.

Alasan lain karena yang diamati adalah probabilita atau kecendrungan emiten memilih keputusan dividen tertentu dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Maka model regresi logistik ini dipilih karena merupakan Model *Cumulative Distribution Function* yang menjamin bahwa nilai probabilita keputusan dividen tertentu atau keputusan tidak membayar dividen nilainya terletak antara 0 sampai dengan 1. (Gujarati,2008;Widarjono,2010).

Alasan pemilihan model ini juga karena ingin mengetahui apakah ada hubungan antara variabel prediktor yang merupakan karakteristik emiten dengan event keputusan tertentu yang dipilih. Dengan demikian, secara intuisi melalui model logit ini akan membantu pemahaman peneliti mengenai faktor-faktor apa saja yang menyebabkan emiten memilih keputusan dividen tunai atau saham atau *mixed* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen.

Model multinomial logit sering digunakan banyak peneliti untuk melengkapi penelitian *event study* yang standar (He, et al ,2011; Chemmanur et al,2010). Metodologi kerja pada model logit dapat meningkatkan pemahaman tentang bagaimana cara terbaik untuk mengkomunikasikan kandungan informasi yang

terdapat pada suatu event keputusan dividen tertentu agar mendapatkan respon pasar yang positif. Sedangkan untuk memastikan apakah pasar akan memberikan respon positif, negatif atau tidak merespon bisa diketahui dari uji reaksi pasar dengan *event study*. Hal ini terkait dengan rancangan pemecahan masalah. Pemahaman ini juga penting untuk pengujian hipotesis.

Selanjutnya setelah penetapan model pertama yakni multinomial logit maka penelitian ini menggunakan model yang ke dua yaitu *Model Event Study*. Model event study dipilih berkaitan dengan pertanyaan penting lainnya yang terdapat pada rumusan masalah kedua . Bagaimana reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen tunai, keputusan dividen saham , keputusan kombinasi dividen tunai dan saham (*mixed*) atau keputusan tidak membayar dividen ?

Keputusan tersebut perlu dinilai apakah keputusan dividen tadi sebagai suatu keputusan keuangan dianggap sukses atau efektif. Suatu keputusan keuangan dianggap sukses dan mendapat respon pasar positif bila mampu memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) atau memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin pada peningkatan harga sahamnya (Brealey, et al,2014). Oleh karenanya dipilih pendekatan *Event Study* untuk melihat bagaimana dampak peristiwa pengumuman keputusan dividen terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya (MacKinlay,1997).

Kaitan antara *multinomial logit* dengan *event study* pada penelitian ini yakni *multinomial logit* akan meneliti karakteristik emiten (kondisi internal) yang perlu dipertimbangkan dan mempengaruhi pemilihan keputusan dividen tertentu (tunai,saham atau *mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar

dividen. Pertimbangan-pertimbangan ini dilakukan sebelum keputusan dividen dibuat atau dipilih. Sedangkan *event study* mengukur bagaimana respon pasar akibat keputusan dividen terpilih tersebut sekitar tanggal terjadinya event (*event date*). Dengan perkataan lain, *event study* akan mengamati bagaimana *outcome* dari keputusan dividen pada model *multinomial logit*. *Outcome* diukur dengan *abnormal return* yang mencerminkan respon pasar. Dengan demikian *event study* menjadi alat evaluasi atas pengumuman keputusan dividen yang dipilih pada *multinomial logit model*. Jadi multinomial logit dan event study adalah dua model yang berbeda dengan data yang berbeda. Hasil event study akan menguji kekuatan dari model multinomial logit.

Setelah membahas secara integratif kaitan antara multinomial logit dengan event study maka berikut ini akan menjelaskan kaitan kedua model diatas dengan model ketiga yakni Model Regresi Multivariat. Analisis regresi multivariat digunakan untuk menguji apakah CAAR (reaksi pasar) yang diperoleh pada *event study*, dipengaruhi oleh variabel predictor yang merupakan karakteristik perusahaan pada model *logit*. Hasil ini akan meningkatkan kekuatan hasil empiris dari *event study* dan untuk memeriksa kemungkinan adanya hubungan faktor-faktor lain yang mungkin mendistorsi temuan yang sebenarnya. (Chen,2012; He, et al ,2011;MacKinlay, 1997;Hartono,2010; Bashir, 2013). Disamping itu untuk memastikan bahwa variabel-variabel prediktor yang berpengaruh terhadap keputusan dividen yang dipilih pada model logit, juga merupakan variabel yang mempengaruhi atau mendapatkan reaksi pasar (variabel reaksi pasar).

a) **Analisis Regresi Logistik (logit model).**

Model regresi logistik (biasa disingkat dengan Logit) adalah model regresi untuk menyelesaikan kasus penelitian dimana variabel dependen bersifat kualitatif berbentuk binomial (dua kelas atau kategori) atau dapat juga berbentuk multinomial (lebih dari dua kategori). Pada penelitian ini akan menggunakan analisa regresi yang berbentuk multinomial karena ingin melihat faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen (apakah tunai, *stock* atau *mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Jadi variabel dependennya dibagi menjadi empat kategori.

BINOMIAL LOGIT:

Untuk memudahkan dalam pembentukan model logit yang multinomial maka biasanya dimulai dengan model binomial (dua kategori : bayar dividen atau tidak bayar dividen). Ada dua model yang dapat memenuhi kriteria CDF (probabilitanya tidak pernah keluar dari interval 0 s/d 1 ; hubungan antara variabel dependen dengan probabilitanya non-linear) yakni model logit dan model probit (Gujarati,2008;Widarjono,2010).

Model fungsi probabilita logistik kumulatif secara umum dapat ditulis sebagai berikut :

$$P_i = F(Z_i) = (\beta_0 + \beta_1 X_i) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i)}} \dots\dots\dots(3.1)$$

Dimana :

- e = logaritma natural , nilainya 2,718,
- P_i = probabilita perusahaan membayar dividen pada tingkat variable

independen tertentu. Nilai P_i terletak antara 0 s/d 1.

- $Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_i \rightarrow$ cumulative distribution function.
- $X_i =$ variabel independen yang mempengaruhi probabilita perusahaan membayar dividen .
- $\beta_1 =$ menunjukkan seberapa besar perubahan probabilita logistik akibat perubahan satu unit X_i , sedangkan variabel lain dianggap tetap.

Untuk keputusan membayar dividen atau tidak membayar dividen maka probabilita membayar dividen dapat ditulis seperti berikut ini :

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \dots\dots\dots (3.2)$$

Kalikan persamaan (3.2) dengan e^{Z_i} maka diperoleh persamaan :

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} = \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}} \dots\dots\dots (3.3)$$

Sedangkan probabilita perusahaan tidak membayar dividen ($1-P_i$) adalah sebagai berikut :

$$1 - P_i = 1 - \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}} = \frac{1}{1 + e^{Z_i}} \dots\dots\dots (3.4)$$

Dari persamaan (3.3) dan (3.4) maka rasio probabilita membayar dividen dengan tidak membayar dividen menjadi sebagai berikut :

$$\frac{P_i}{1 - P_i} = \left(\frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}} \right) \left(\frac{1 + e^{Z_i}}{1} \right) = e^{Z_i} \dots\dots\dots (3.5)$$

Rasio pada persamaan (3.5) diatas biasa disebut dengan *odds ratio* yakni rasio probabilita memilih keputusan membayar dividen dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen. Selanjutnya persamaan (3.5) tersebut dibuat

menjadi linear dengan melakukan transformasi linear menggunakan model logaritma natural (Ln) seperti berikut dibawah ini :

$$\ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = Z_i$$

$$\ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_i \dots\dots\dots(3.6)$$

Secara umum untuk binomial logit dimana ada dua kategori pada variabel dependen (keputusan bayar dividen atau tidak bayar dividen) dengan menggunakan banyak variabel independen maka model regresi logistik secara umum dapat ditulis sebagai berikut :

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots\dots\dots + \beta_K X_K \dots\dots\dots(3.7)$$

Persamaan di atas menjelaskan bahwa probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen, dipengaruhi oleh variabel-variabel independennya.

MULTINOMIAL LOGIT:

Menggunakan logika berpikir yang sama didalam pembentukan model binomial diatas maka akan dilakukan cara berpikir yang tidak berbeda untuk pembentukan model multinomial.

Dengan empat kategori maka model multinomial logit untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap probabilita perusahaan membayar dividen dapat ditulis sebagai berikut :

- Probabilita perusahaan i memilih keputusan tidak membayar dividen, lihat seperti pada persamaan(3.4) :

$$P_{i1} = \frac{1}{1 + e^{\beta_{02} + \beta_{12}X_i} + e^{\beta_{03} + \beta_{13}X_i} + e^{\beta_{04} + \beta_{14}X_i}} \dots\dots\dots(3.8)$$

- Probabilita perusahaan i memilih keputusan dividen tunai/cash :

$$P_{i2} = \frac{e^{\beta_{02} + \beta_{12}X_i}}{1 + e^{\beta_{02} + \beta_{12}X_i} + e^{\beta_{03} + \beta_{13}X_i} + e^{\beta_{04} + \beta_{14}X_i}} \dots\dots\dots(3.9)$$

- Probabilita perusahaan i memilih keputusan dividen saham/stock :

$$P_{i3} = \frac{e^{\beta_{03} + \beta_{13}X_i}}{1 + e^{\beta_{02} + \beta_{12}X_i} + e^{\beta_{03} + \beta_{13}X_i} + e^{\beta_{04} + \beta_{14}X_i}} \dots\dots\dots(3.10)$$

- Probabilita perusahaan i memilih keputusan *mixed dividen* :

$$P_{i4} = \frac{e^{\beta_{04} + \beta_{14}X_i}}{1 + e^{\beta_{02} + \beta_{12}X_i} + e^{\beta_{03} + \beta_{13}X_i} + e^{\beta_{04} + \beta_{14}X_i}} \dots\dots\dots(3.11)$$

Seperti model logit binomial maka interpretasi terpenting untuk model multinomial adalah sama , yaitu pentingnya informasi mengenai rasio probabilita pilihan keputusan dividen yang ada. Pada penelitian ini karena ada empat pilihan keputusan dividen (bayar dividen tunai, dividen *stock* ,*mixed dividen* atau tidak bayar dividen) karenanya perlu ditetapkan terlebih dahulu keputusan mana yang menjadi dasar pembandingnya sebagai basis atau referensi (*base/reference category*). Direncanakan untuk penelitian ini yang dijadikan sebagai dasar pembanding (*base category*) adalah pilihan keputusan tidak membayar dividen. Karenanya odds ratio setelah ditransformasi dalam bentuk logaritma natural (\ln) dapat ditulis persamaan multinomial logit secara umum sebagai berikut :

$$- L_2 = \text{Ln} \left(\frac{P_{i2}}{P_{i1}} \right) = \beta_{02} + \beta_{12}X_i \dots\dots\dots (3.12)$$

$$- L_3 = \text{Ln} \left(\frac{P_{i3}}{P_{i1}} \right) = \beta_{03} + \beta_{13}X_i \dots\dots\dots (3.13)$$

$$- L_4 = \text{Ln} \left(\frac{P_{i4}}{P_{i1}} \right) = \beta_{04} + \beta_{14}X_i \dots\dots\dots (3.14)$$

Berkaitan dengan penelitian ini maka persamaan multinomial logitnya ditulis sebagai berikut :

$$- L_2 = \ln \left(\frac{P_{i2}^{Cash}}{P_{i1}^{NoDiv}} \right) = Z_i = \beta_{02} + \beta_{12}X_1 + \beta_{22}X_2 + \beta_{32}X_3 + \beta_{42}X_4 + \beta_{52}X_5 + \beta_{62}X_6 + \beta_{72}D_{it} \dots\dots\dots (3.15)$$

$$- L_3 = \ln \left(\frac{P_{i3}^{Stock}}{P_{i1}^{NoDiv}} \right) = Z_i = \beta_{03} + \beta_{13}X_1 + \beta_{23}X_2 + \beta_{33}X_3 + \beta_{43}X_4 + \beta_{53}X_5 + \beta_{63}X_6 + \beta_{73}D_{it} \dots\dots\dots (3.16)$$

$$- L_4 = \ln \left(\frac{P_{i4}^{Mixed}}{P_{i1}^{NoDiv}} \right) = Z_i = \beta_{04} + \beta_{14}X_1 + \beta_{24}X_2 + \beta_{34}X_3 + \beta_{44}X_4 + \beta_{54}X_5 + \beta_{64}X_6 + \beta_{74}D_{it} \dots\dots\dots (3.17)$$

$$\beta_{12}, \beta_{13}, \beta_{14} > 0; \beta_{22}, \beta_{23}, \beta_{24} > 0; \beta_{32}, \beta_{33}, \beta_{34} > 0; \beta_{42}, \beta_{43}, \beta_{44} < 0; \beta_{52}, \beta_{53}, \beta_{54} < 0; \beta_{62}, \beta_{63}, \beta_{64} > 0 \& \beta_{72}, \beta_{73}, \beta_{74} < 0$$

dimana :

L_2 = Probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

L_3 = Probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen saham/stock

dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen .

L_4 =Probabilita suatu perusahaan memilih keputusan kombinasi dividen tunai dan saham (keputusan *mixed dividend*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividend.

Kecenderungan jenis keputusan dividen mana yang dipilih perusahaan ditentukan oleh karakteristik emiten atau variabel-variabel independennya. Kalau dalam penelitian ini ditentukan oleh:

X_1 = *Agency cost* (diproxy dengan *number of common stockholder*).

X_2 =*Size* (diproxy dengan *natural log of market capitalization*).

X_3 =*Profitability*(diproxy dengan *earnings per share*).

X_4 =*Solvency* (diproxy dengan *total debt-to-equity ratio*).

X_5 =*Investment Opportunity* (diproxy dengan *price earning ratio*).

X_6 =*Liquidity* (diproxy dengan *Current Ratio*).

D_{it} =1 untuk tahun krisis .

D_{it} =0 untuk tahun tidak krisis.

β = seberapa besar kepekaan probabilita suatu perusahaan memilih keputusan dividen tunai, dividen saham atau *mixed dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen akibat perubahan 1 unit variabel yang mempengaruhinya.

b). Analisis Event Study.

Studi peristiwa (*event study*) adalah suatu studi yang mengamati dan mengukur dampak peristiwa tertentu terhadap nilai perusahaan (*value of the*

firm). Sepintas penelitian tentang *event study* ini kelihatan sulit karena harus menilai *value of the firm*. Tetapi persoalan ini menjadi lebih mudah diselesaikan melalui alat analisis *event study*. *Event study* biasanya mengamati dampak suatu peristiwa terhadap *value of the firm* dengan menggunakan data finansial yakni harga saham perusahaan. Mengamati perubahan harga saham perusahaan sebelum dan sesudah *event* tertentu pada *event date* tertentu maka diperoleh informasi tentang respon pasar/investor yang cepat akibat peristiwa tersebut.

Penelitian ini akan membatasi ***event yang diamati*** adalah pengumuman keputusan dividen tunai, saham, *mixed* dan pengumuman keputusan tidak membayar dividen sekitar tanggal pengumuman/deklarasi.

Prosedur melakukan *Event Study*

Meskipun tidak ada tahapan-tahapan yang unik didalam melakukan *event study* tetapi dengan melakukan tinjauan pada beberapa literatur seperti MacKinlay(1997), Brown dan Warner (1985), Hartono (2010), Akbar dan Baig (2010), serta Aamir dan Shah(2011) maka akan terlihat ada urutan-urutan yang sepertinya berlaku umum. Memahami prosedur didalam melakukan penelitian *event study* dianggap penting karena membuat penelitian menjadi sistematis.

Pada umumnya tahapan-tahapannya sebagai berikut :

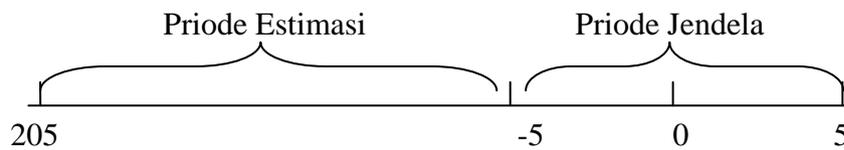
1. Tetapkan *event of interest*.

Menentukan dan mengidentifikasi event yang akan diteliti menjadi penting

karena akan berdampak terhadap reaksi pasar dan pengukuran abnormal return . Seperti telah dijelaskan sebelumnya, pada penelitian ini yang dijadikan eventnya adalah **pengumuman keputusan dividen: tunai, stock, mixed serta tidak membayar dividen , pada tanggal pengumuman dividen (*announcement of dividend at declaration date*)** mengikuti Aamir dan Shah(2011),He, et al (2001) dan Akbar dan Baig (2010). Dibandingkan dengan peristiwa yang sama tetapi pada tanggal yang lain seperti *ex-dividend date* dan *payment date* dimana hasilnya sepertinya sudah bisa diramal tanpa melakukan penelitian. Maka penelitian ini dengan mengamati *event* yakni keputusan dividen seputar tanggal *announcement date*. Pengamatan pada tanggal tersebut dianggap dapat memberikan kejutan karena merupakan tanggal pertama sekali secara resmi diumumkan melalui RUPS. Alasan lain karena lebih menarik dan menimbulkan rasa keingintahuan semua pihak.

2.Menetapkan *event window* . Periode dimana terjadinya *event* yang diteliti dan pengaruh yang ditimbulkan berupa respon pasar . Riset ini memilih event datenya (t_0) adalah tanggal dilaksanakannya RUPS yang pertama sekali secara resmi dimana pengumuman dividen (final dividend) dipublikasikan ke pemegang saham. Pada riset ini panjang dari priode jendela ditetapkan 11 hari periode pengamatan yaitu 5 hari sebelum tanggal pengumuman ($t-5$), kemudian 1 hari pada saat tanggal pengumuman (t_0) dan kemudian mengamati 5 hari setelah tanggal pengumuman ($t+5$). Sedangkan panjang priode estimasi yang digunakan adalah 200 hari untuk membentuk model ekspektasi guna menghitung return

ekspektasi (return normal) pada priode jendela. Periode peristiwa (*event period*) dan periode estimasi dapat dilihat pada gambar 3.2 berikut ini :



Gambar 3.2. Periode Estimasi dan Periode Jendela

Pemilihan 11 hari dianggap tidak terlalu panjang dan tidak terlalu singkat. Karena peristiwanya adalah pengumuman dividen kalau terlalu panjang akan terganggu dengan peristiwa-peristiwa lain yang mengganggu. Jadi priode pengamatan 11 hari merupakan jalan tengah dan mengikuti penelitiannya Setiawan dan Jogiyanto (2003), Zainafree (2005), Serang (2009) dan Brown dan Warner (1985).

3. Menetapkan kriteria perusahaan. Perusahaan yang akan masuk ke dalam sample penelitian. Seperti telah dijelaskan sebelum ini bahwa sample penelitian merupakan *purposive sampling* dengan kriteria seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2005 sampai dengan 2012 yang mengumumkan keputusan dividen (tunai/saham/*mixed*) atau keputusan tidak membayar dividen dan bukan Lembaga Keuangan Bank atau Non-Bank. Saham-saham perusahaan tersebut aktif diperjualbelikan. Bergerak selama priode pengamatan: *event period* dan *estimation period* di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan-perusahaannya tidak melakukan aksi korporasi sekitar *event date* dan datanya lengkap.

4. **Menghitung abnormal return dan cumulative abnormal return.** Tujuan menghitung ini untuk melihat dampak event serta pengujian hipotesis kerja (MacKinlay, 1997; Jogiyanto, 2010).

a). Menghitung **Return aktual** saham individual (RA) untuk periode estimasi 200 hari dan periode peristiwa 11 hari perdagangan ($t-5,0,t+5$) dengan rumus simple return sebagai berikut :

$$\text{Return Aktual} = R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \dots\dots\dots (3.18)$$

dimana :

$R_{i,t}$ = *actual return* untuk saham i pada hari ke t

$P_{i,t}$ = *closing price* pada hari ke t

$P_{i,t-1}$ = *closing price* pada hari sebelumnya

b). Menghitung **Return market** pasar modal (R_{M_t}) selama periode estimasi yaitu selama 200 hari dan periode peristiwa 11 hari ($t-5,0,t+5$) dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Return market} (R_{M_t}) = \frac{IHSG_t}{IHSG_{t-1}} - 1 \dots\dots\dots (3.19)$$

Dimana :

R_{M_t} = *return atas market portfolio* hari ke t

$IHSG_t$ = *Indeks Harga Saham Gabungan* pada hari ke t.

$IHSG_{t-1}$ = *Indeks Harga Saham Gabungan* pada hari ke t-1.

c). Menghitung **expected return** saham i pada periode t untuk *event period* ($E(R_{it})$). Hasil ini untuk melihat return normal yang seharusnya dari emiten tanpa adanya peristiwa. Model estimasi menggunakan pendekatan *Market model* $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + \varepsilon_{it}$, untuk itu dilakukan perhitungan dengan dua tahap, yakni (1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi periode estimasi, kemudian ke (2) Dari model ekspektasi yang terbentuk dipakai untuk menghitung return ekspektasi (return normal) pada periode jendela.

$$\text{Market model : } E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3.20)$$

dimana :

$E(R_{it}) = \text{Expected return}$ (return normal) saham i pada hari ke t .

$\alpha_i = \text{intercept}$ untuk saham ke- i .

$\beta_i = \text{koefisien beta}$ dari saham ke- i .

$R_{Mt} = \text{return atas market portfolio}$ hari ke t .

d). Menghitung **Abnormal return** setiap saham i pada hari ke t . Hasil ini digunakan untuk melihat bagaimana respon pasar dengan melihat selisih antara return aktual dengan return ekspektasi/normal. Perhitungan dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = RA_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots(3.21)$$

Dimana :

$AR_{it} = \text{Abnormal return}$ saham i pada hari ke t .

$RA_{it} = \text{Actual return}$ untuk saham i pada hari ke t .

$E(R_{it}) = \text{Expected return}$ saham i pada hari ke t .

e). Menghitung *Average Abnormal Return*.

Hasil ini menunjukkan bagaimana **rata-rata** abnormal return dari **seluruh saham** secara cross-sectional pada tiap-tiap hari di periode jendela (event period).

Perhitungan ini dilakukan karena pada umumnya untuk menguji ada tidaknya abnormal return tidak dilakukan untuk tiap-tiap saham (AR_{it}) tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji **average abnormal return** (AAR_t) seluruh saham secara cross-sectional pada **tiap-tiap hari** di event period. Untuk itu maka AAR_t dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad \dots\dots\dots(3.22)$$

Dimana :

AAR_t = Average Abnormal Return seluruh saham pada periode t.

AR_{it} = Abnormal return saham i pada hari ke t.

n = Jumlah saham yang terpengaruh oleh event yang diamati (total saham yang dijadikan sample).

f). Menghitung *Cumulative Average Abnormal Return* **seluruh saham**

($CAAR_{t_1, t_p}$). Banyak para peneliti yang menggunakan ukuran ini ($CAAR_{t_1, t_p}$)

disamping AAR_t diatas karena ukuran ini menunjukkan akumulasi rata-rata

abnormal return seluruh saham (AAR) dari periode ke- t_1 sampai periode ke- t_p

sedangkan AAR_t hanya pada periode ke-t saja. Biasanya peneliti itu ingin tahu

bagaimana perkembangan agregat dari abnormal return periode ke periode akibat

event tertentu dan tidak hanya pada tanggal tertentu maka CAAR dapat

membantu. *Cumulative Average Abnormal Return* dihitung sebagai berikut :

$$CAAR_{t_1,t_p} = \sum_{t_1}^{t_p} AAR_t \quad \dots\dots\dots(3.23)$$

Dimana :

$CAAR_{t_1,t_p}$ = Akumulasi AAR dari priode ke- t_1 sampai priode ke- t_p .

AAR_t = *Average Abnormal Return* seluruh saham pada peride t.

c). **Analisis Regresi Multivariat (Explaining CAARs).**

Analisis regresi multivariat adalah analisis dimana variabel *cummulative abnormal return* (CAAR) saham yang mencerminkan respon pasar (yang dihitung pada model event study) akan diregress terhadap variabel prediktor (karakteristik keuangan perusahaan) pada model logit dan *dummy variable* keputusan dividen.

Tujuan regresi ini adalah untuk menguji apakah CAAR (reaksi pasar) dipengaruhi oleh variabel prediktor (karakteristik perusahaan). Hasil ini akan meningkatkan kekuatan hasil empiris dari *event study* dan untuk memeriksa kemungkinan adanya hubungan faktor-faktor lain yang mungkin mendistorsi temuan yang sebenarnya. Jadi analisis ini ingin mengetahui apakah CAAR dipengaruhi oleh variabel ekonomi tertentu dan variabel karakteristik perusahaan (Chen,2012; He, et al ,2011;MacKinlay, 1997;Hartono,2010).

Persamaan regresi model ke-3 Regresi Multivariat adalah sebagai berikut:

$$CAAR_{it} = \alpha_0 + \delta_1 X_{1,it} + \delta_2 X_{2,it} + \delta_3 X_{3,it} + \delta_4 X_{4,it} + \delta_5 X_{5,it} + \delta_6 X_{6,it} + \delta_7 D_{1,it} + \epsilon_{it} \quad \dots\dots\dots(3.24)$$

dimana :

$CAAR_{it}$ = *Cummulative average abnormal return* perusahaan i pada tahun t.

X_1 = *Agency cost variable (number of common stockholder)*

X_2 = *Size variable (natural log of market capitalization)*

X_3 = *Profitability variable (earnings per share)*.

X_4 = *Solvency variable (total debt-to- equity ratio)*.

X_5 = *Opportunity variable (price earning ratio)*.

X_6 = *Liquidity variable (Current Ratio)*.

D_1 = Dummy variable . d_{cash} adalah dummy variabel sama dengan 1 untuk perusahaan yang mengumumkan keputusan cash dividend dan nol untuk mengumumkan keputusan yang lain. d_{stock} , sama dengan 1 untuk perusahaan yang mengumumkan keputusan stock dividend dan nol untuk mengumumkan keputusan yang lain. d_{mixed} , sama dengan 1 untuk perusahaan yang mengumumkan keputusan mixed dividend dan nol untuk mengumumkan keputusan yang lain

α_0 = konstanta.

$\delta_1, \delta_2, \delta_3, \delta_4, \delta_5, \delta_6$ dan δ_7 = koefisien dari masing-masing variabel eksplanatory.

3.5.2. Uji Hipotesis.

a). Uji Hipotesis berkaitan dengan Model Logit (probabilita bayar dividen).

Untuk menguji hipotesis berkaitan dengan Model Logit (probabilita bayar dividen) digunakan z-statistic dan Uji statistik Wald . Cara ini digunakan untuk menguji signifikansi variabel independen secara individual.

- Bila probabilita z-statistic $< 5\%$ maka dapat disimpulkan secara sendiri-sendiri variabel independen mempengaruhi variabel dependen. $\rightarrow H_a$ diterima. ($H_a: \beta \geq 0$)
- Demikian pula sebaliknya. ($H_0: \beta \leq 0$).

Selanjutnya dilakukan validasi model. Validasi dilakukan untuk mengetahui sejauh mana model yang diusulkan sesuai dengan data dan fenomena yang ada.

Penilaian model :

Untuk menentukan apakah model yang ada sudah baik maka akan dinilai berdasarkan hasil kriteria/evaluasi yang meliputi :

a). *Likelihood Ratio-test* :

Uji simultan seluruh variabel independen.

- Bila probabilita Chi Squares , Probability(LR stat) $<$ tingkat significancy 5% maka dapat disimpulkan secara bersama-sama atau sekurang-kurangnya 1 variabel independen mempengaruhi variabel dependen.
- Demikian pula sebaliknya.

b). *Z-statistic* dan Uji statistik *Wald* : uji signifikansi variabel independen secara individual.

- Bila probabilita z-statistic $< 5\%$ maka dapat disimpulkan secara sendiri-sendiri variabel independen mempengaruhi variabel dependen.
- Demikian pula sebaliknya.

c). *Test Goodness of Fit*.

- *Pseudo R-Square* :

Nagelkerke's/Cox Snell's $-R^2$. Ukuran ini menjelaskan seberapa besar variasi variabel dependent yang bisa dijelaskan oleh variasi pada variabel independent.

- *The classification accuracy rate*:

Kemampuan model didalam mengelompokkan keputusan dividen. Bila *classification accuracy rate* > kriteria the *proportional by chance accuracy rate* maka model tersebut sudah baik.

- Deviance . . .

- H_0 : Model yang dihipotesiskan sesuai dengan data.
- H_1 : Model yang dihipotesiskan tidak sesuai dengan data.

Bila $p > 0,05$, H_0 diterima. Demikian pula sebaliknya.

b). Uji Hipotesis berkaitan dengan *Event Study* (reaksi pasar) .

Untuk menguji hipotesis berkaitan dengan *Event Study* (reaksi pasar) maka penelitian ini dengan menggunakan software *Event Study Metric* akan memperoleh t-hitung dan nilai probabilita secara mudah . Software ini memiliki fasilitas yang akan menghitung nilai t-hitung dan nilai probabilitanya masing-masing untuk uji *parametric* : uji patel Z, uji Boehmer. Sedangkan untuk *non-parametrics* dihitung nilai t-hitung uji *Corrado rank* dan uji *sign-test*. Sebelum dilakukan pengujian maka sebelumnya dihitung terlebih dahulu *average abnormal*

return dan *cummulative average abnormal return* untuk melihat dampak *event* (MacKinlay,1997;Jogiyanto,2010).

Cara menghitung *average abnormal return* (AAR) dan *cummulative average abnormal return* (CAAR) dapat dilihat dari penjelasan mengenai prosedur *event study* dan tahapan-tahapan melakukan *event study* yang telah dijelaskan di atas.

Setelah memperoleh AAR dan CAAR dilanjutkan mencari t-hitung dan probabilita untuk pengujian pengaruh *event* (pengumuman dividen) terhadap respon pasar yang diukur dengan :

1) T-Patell Z :

$$T_{Patell} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \frac{CSAR_i(\tau_1, \tau_2)}{S(CSAR_i)} \quad \dots\dots\dots (3.26)$$

dimana :

CSAR (Cummulative Standardized Abnormal Return) dihitung dengan :

$$CSAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \frac{AR_{i,t}}{S(AR_i)}$$

Dan Standard Deviation CSAR dengan :

$$S(CSAR_i) = \sqrt{(\tau_2 - \tau_1 + 1) \frac{M_i - d}{M_i - 2d}}$$

M = the number of non-missing return

d = degrees of freedom

2) T-Boehmer et al.

$$T_{Boehmer et al.} = \frac{\overline{CSAR}(\tau_1, \tau_2)}{S(\overline{CSAR})} \quad \dots\dots\dots (3.27)$$

dimana :

Cross-sectional average of CSAR (Cummulative Standardized Abnormal Return) dihitung dengan :

$$\overline{CSAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CSAR_i(\tau_1, \tau_2)$$

The standard deviation of $\overline{CSAR}(\tau_1, \tau_2)$ dihitung dengan :

$$S(\overline{CSAR}) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N [CSAR_i(\tau_1, \tau_2) - \overline{CSAR}(\tau_1, \tau_2)]^2}$$

3) Corrado Rank Test (Non-parametric)

$$T_{\text{Corrado}} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N (U_{i,\tau} - 0,5) / S(U) \quad \dots\dots\dots(3.28)$$

Uniform transformation of ranks untuk menyesuaikan adanya *missing values* menggunakan persamaan :

$$U_{i,\tau} = \frac{K_{i,\tau}}{(1 + M_i)}$$

Dimana : M = the *number of non-missing return for each asset*.

K = rank of AR

Dan standar deviasi dari U yakni S(U) dihitung dengan :

$$S(U) = \sqrt{\frac{1}{L_1 + L_2} \sum_{\tau} \left[\frac{1}{\sqrt{N_{\tau}}} \sum_{i=1}^{N_{\tau}} (U_{i,\tau} - 0.5) \right]^2}$$

Dimana : L_1 = Length of estimation window.

L_2 = Length of event window.

N = The number of non-missing returns (cross-section)

4) Generalized Sign Test (Non-Parametric):

$$t_{GS} = \frac{p_0^+ - p_{est}^+}{\sqrt{p_{est}^+(1 - p_{est}^+) / N}} \dots\dots\dots(3.29)$$

Dimana :

p_0^+ = ratio of positive cummulative abnormal return p_0^+ pada the event window.

p_{est}^+ = ratio of positive cummulative abnormal returns pada estimation window p_{est}^+ .

Uji hipotesis berkaitan dengan event study (reaksi pasar) dilakukan dengan menggunakan uji- t dengan tingkat signifikansi $\alpha = 1\%, 5\%$ dan 10% .

Nilai kritis (t_{tabel}) diperoleh dari tabel distribusi normal dengan degree of freedom ($df=n-1$).

$H_0: AAR \leq 0$; $CAAR \leq 0$ diterima bila $t_{hitung} < t_{tabel}$. atau

probabilita $> 0,05 \rightarrow$ tidak signifikan.

H_0 ditolak berarti $H_a: AAR \geq 0$; $CAAR \geq 0$ diterima, bila $t_{hitung} > t_{tabel}$. atau

probabilita $< 0,05 \rightarrow$ signifikan.

c). Uji Hipotesis berkaitan dengan Model Regresi Multivariat. Uji apakah reaksi pasar dipengaruhi variabel prediktor (karakteristik emiten). Uji Variabel Reaksi Pasar.

Untuk menguji hipotesis **H11** s/d **H16** serta **H7** s/d **H10** berkaitan dengan Model Regresi Multivariat yakni variabel yang memperoleh reaksi pasar.

- Maka uji signifikansi variabel independen secara individual.
 - Bila probabilita $< 5\%$ maka dapat disimpulkan secara sendiri-sendiri variabel independen mempengaruhi variabel dependen. \rightarrow H_a diterima. ($H_a: \beta \geq 0$)
 - Demikian pula sebaliknya. ($H_0: \beta \leq 0$).
- Uji simultan seluruh variabel independent (F-test).
 - Bila prob. $< 5\%$: secara simultant atau sekurang-kurangnya 1 variabel independent berpengaruh signifikan.
 - Demikian pula sebaliknya.
- Test *Goodness of Fit*.
 - Adj-R-Square :
Ukuran ini menjelaskan seberapa besar variasi variabel dependent yang bisa dijelaskan oleh variasi pada variabel independent.

3.6 Rancangan Pemecahan Masalah.

Agar lebih memperjelas pemecahan masalah maka pada rancangan pemecahan masalah akan mengikuti langkah-langkah sebagai berikut :

- 1). **Menyajikan pokok-pokok bagaimana terjadinya masalah .**

Penelitian ini bertolak dengan mengamati realita yang ada. Atas pengamatan tersebut menduga adanya fenomena yang berulang-ulang, banyak terjadi di pasar modal baik di negara berkembang maupun di negara maju serta dialami banyak emiten. **Fenomena tersebut yaitu semakin menurunnya probabilitas emiten memilih keputusan dividen tunai, dividen saham atau mixed dividen dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Singkatnya, makin banyaknya jumlah emiten di pasar modal yang enggan membayar dividen.** Sejak tahun 2005-2012 jumlah emiten yang memilih keputusan tidak membayarkan dividen meningkat cukup tinggi dari 188 pada tahun 2005 meningkat menjadi 247 perusahaan pada tahun 2012. Setiap tahunnya lebih dari 50% yang tidak membagikan dividen artinya lebih banyak yang tidak membagikan dividen dibandingkan yang membayar dividen. Fenomena ini juga didukung oleh terus turunnya DPO .

2). Apa penyebab terjadinya fenomena ?

Penyebab timbulnya fenomena tersebut, seperti telah dijelaskan pada bab 1 latar belakang penelitian diringkas sebagai berikut :

- 1) **Struktur kepemilikan saham di BEI yang terkonsentrasi tinggi** (*low dispersion of ownership*) maka sebagian besar saham akan dimiliki sebagian kecil individu atau institusi (Porta et al,1998). Akibatnya **agency cost rendah** dan emiten cenderung enggan membayar dividen.
- 2) **Size atau kapitalisasi pasar saham yang kecil** (Kumar and Tsetsekos, 1999) dan keadaan ini juga terjadi di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan

kecil biasanya memiliki akses yang lebih sulit ketika memerlukan dana maka ada kecendrungan enggan membayar dividen (Holder et al. 1998; Fama dan French, 2001, Denis and Osobov,2008).

- 3) Pada umumnya di pasar modal yang sedang tumbuh dan berkembang (*emerging market*) seperti Indonesia , kebanyakan emitennya adalah perusahaan yang **profitabilitasnya rendah**. tetapi memiliki **peluang investasi yang tinggi** karena pasar produknya sedang tumbuh (*growth*). Sehingga untuk membiayai investasi yang prospektif tadi perusahaan tersebut terpaksa menahan labanya karena sulitnya mendapatkan dana dari luar.Akibatnya meningkat keengganan perusahaan membayar dividen. Dugaan ini didukung oleh hasil penelitian Fama and French(2001), DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004) dan Denis dan Osobov (2008).
- 4) Karena tingginya hutang perusahaan (***high solvency***). Aivazian et al. (2003;2006)
- 5) Semakin enggannya emiten membayar dividen diduga penyebabnya adalah kondisi likuiditas perusahaan yang tidak mendukung (***low liquidity***).

3).Rumusan tujuan pemecahan masalah :

Berdasarkan masalah utama penelitian diatas, faktor-faktor penyebabnya dan tujuan penelitian ini maka perlu dirumuskan tujuan pemecahan masalah .Tujuan pemecahan masalah pada penelitian ini yakni memberikan solusi untuk mengatasi

masalah yang terkait dengan **makin banyaknya jumlah emiten di pasar modal yang enggan membayar dividen** .

Untuk pemecahan masalah agar diperoleh variabel solusi maka langkah-langkah Rancangan Pemecahan Masalah yang dilaksanakan pada intinya menggunakan 3 model persamaan yaitu :

a).Persamaan Model Multinomial Logit (3.15), (3.16) dan (3.17) untuk menguji variabel prediktor (karakteristik perusahaan) yang berpengaruh terhadap kecenderungan emiten memilih keputusan dividen (*tunai, stock* atau *mixed*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Menggunakan persamaan model logit diatas akan diperoleh informasi faktor-faktor atau variabel yang paling dominan pengaruhnya dan mendorong emiten memilih mengumumkan keputusan dividen tertentu. Khususnya keputusan tidak membayar dividend yang menjadi fokus utama masalah penelitian ini.

b).Persamaan Model Event Study 3.21 s/d 3.23 dan 3.26 s/d 3.29 untuk untuk menguji apakah keputusan dividen menggunakan persamaan multinomial logit diatas merupakan keputusan dividen yang efektif atau tidak maka perlu diperiksa bagaimana respon pasar atas keputusan tersebut. Jadi model *event study* digunakan untuk memeriksa kekuatan model logit diatas.

c).Persamaan Model Regressi Multivariat - *Explaining CAARs* (3.24) untuk menguji apakah CAAR (reaksi pasar) dipengaruhi oleh faktor-faktor karakteristik perusahaan dari model logit diatas. Memeriksa apakah variabel prediktor yang mempengaruhi keputusan dividen adalah variabel yang mendapatkan reaksi pasar. Hasil ini akan meningkatkan kekuatan hasil *event study* dan untuk memeriksa

kemungkinan adanya hubungan faktor-faktor lain yang mungkin mendistorsi temuan yang sebenarnya.

4).Menentukan Variabel Untuk Menyelesaikan Masalah (Variabel Solusi).

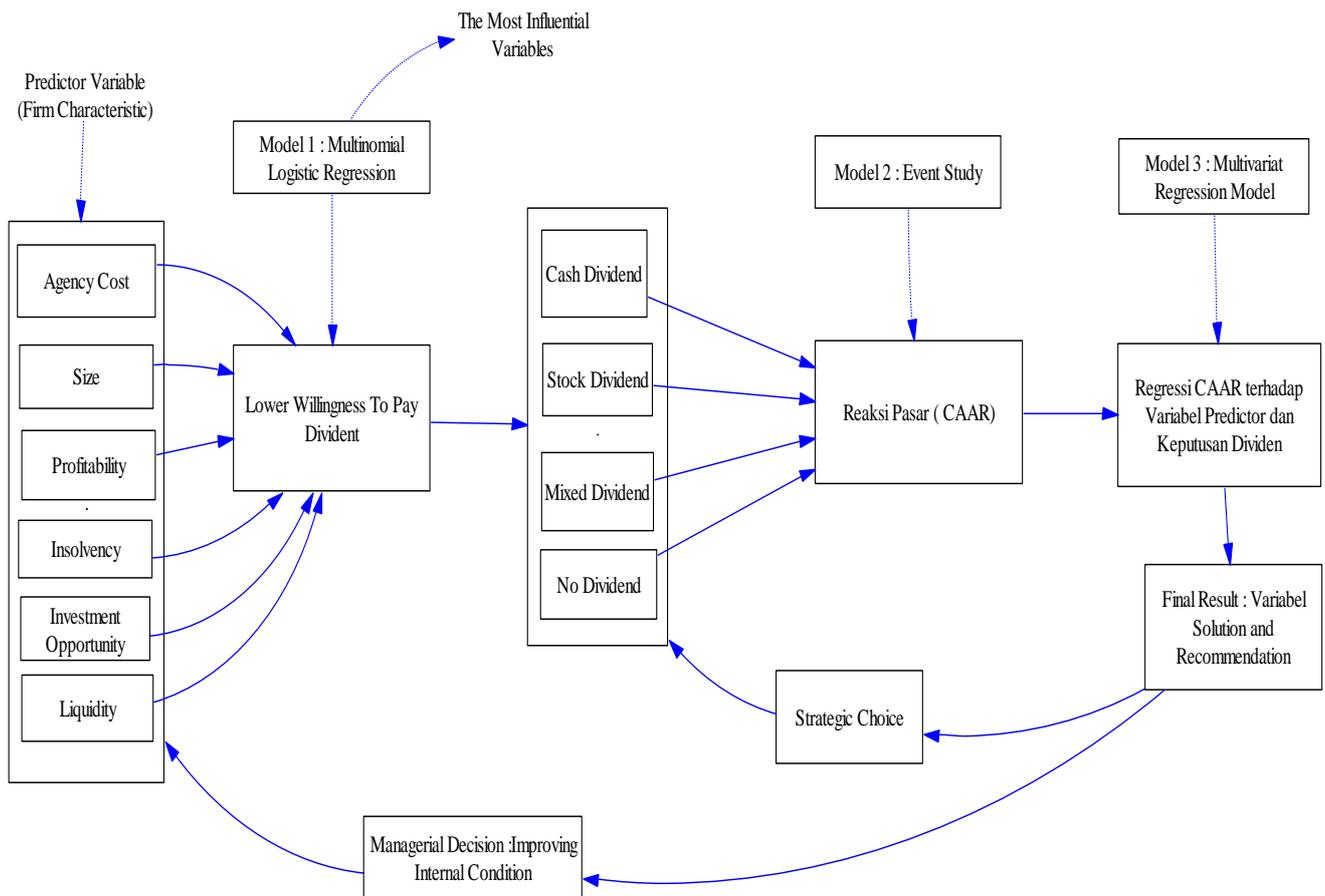
Agar penelitian ini dapat memberikan kontribusi pada emiten, manajer, pelaku bisnis dan investor direncanakan akan dicari variabel solusi . **Variabel solusi** pada penelitian adalah variabel yang dipilih untuk menyelesaikan masalah menurunnya kecenderungan atau probabilita perusahaan memilih keputusan dividen (apakah tunai,*stock dividend* atau kombinasi tunai dan *stock dividend*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Variabel solusi diambil dari hasil uji ketiga model yang digunakan dalam penelitian ini.Variabel solusi yang dipilih dan direkomendasikan adalah variabel penelitian pada model logit yang **paling berpengaruh dominan dengan odd-ratio terkecil (<1)** ,**signifikan negatif** mempengaruhi keputusan dividen tunai,*stock* atau *mixed* dibandingkan keputusan tidak membayar dividen. **Variabel yang paling berpengaruh dominan** tersebut juga adalah variabel yang berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada Model Regresi Multivariat (*Explaining CAARs*).

5).Menentukan Variabel Internal dan Eksternal dari Variabel Solusi.

Menentukan variabel mana yang merupakan variabel internal maupun eksternal dari variabel solusi akan menentukan variabel mana yang direkomendasikan pada emiten dan manajer serta variabel solusi yang mana yang perlu diperhatikan oleh investor maupun regulator.

Kemudian perusahaan melakukan perbaikan dan penyesuaian ke dalam organisasi dan mengambil keputusan dividen pada tahun berikutnya sesuai dengan kondisi setelah melakukan perbaikan dan rekomendasi. Komunikasikan perbaikan yang dilakukan perusahaan terhadap kondisinya sekarang dan bagaimana prospek ke depan. Komunikasi ini penting dilakukan agar emiten menganggap sebagai *good news* dan *signal* positif.

Kerangka rancangan pemecahan masalah pada penelitian ini secara skematis dapat dilihat pada gambar berikut dibawah ini :



Sumber : Fenomena, Teori, Model

Gambar 3.3: Rancangan Pemecahan Masalah

BAB IV

HASIL PENELITIAN, PEMBAHASAN DAN PEMECAHAN MASALAH

Berdasarkan kriteria yang ditetapkan maka objek penelitian ini dipilih dari keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2012 yang mengumumkan keputusan dividen (tunai/ saham/ *mixed*) atau tidak membayar dividen. Bukan Lembaga Keuangan Bank dan Non-Bank serta equitynya tidak negative. Kemudian datanya lengkap mengenai variabel-variabel yang diteliti . Maka terpilih sebanyak 204 perusahaan yang menjadi objek penelitian pada studi ini. Tabel 4.1 berikut dibawah ini merupakan ringkasan yang menjelaskan masing-masing sektor perusahaan yang memenuhi kriteria objek penelitian.

Tabel 4.1 Jumlah Populasi Penelitian dan Prosentase Untuk Masing-Masing Industri di BEI

No:	Industri	Jumlah Emiten	Prosentase Terhadap Jumlah Total Emiten
1	Agriculture,forestry and fishing.	9	4%
2	Mining.	15	7%
3	Basic Industry and Chemicals.	39	19%
4	Miscellaneous Industry.	26	13%
5	Consumer Goods Industry.	25	12%
6	Property,Real Estate and Building Construction.	25	12%
7	Infrastructure,Utilities & Transportation.	12	6%
8	Trade,Services & Investment.	53	26%
Total		204	100%

Source : Data diolah dari JSX Statistics (2013)

Bersumber pada tabel 4.1 diatas diperoleh informasi bahwa perusahaan yang diamati pada penelitian ini, terbesar dalam arti terbanyak berasal dari sektor industri *trade, services* dan *investment* sebesar 26% dari keseluruhan total emiten 204 perusahaan. Sedangkan terkecil berasal dari industri/ sektor *agiculture* yakni 4%.

Tabel 4.2 berikut menunjukkan dari 204 perusahaan yang menjadi sample pada penelitian ini, pada priode 2005-2012 lebih dari 50% keputusan dividen yang dipilih emiten pada saat RUPS-nya adalah keputusan tidak membayar dividen tepatnya 52%. Persentase tersebut lebih besar dibandingkan dengan pilihan keputusan membayar dividen (cash,stock dan mixed) dengan total sebesar 48%. Keadaan ini merupakan salah satu fakta kalau emiten-emiten di BEI agak enggan membayar dividen pada seluruh priode pengamatan.

Table 4.2: Emiten BEI Yang Membayar Dividen : Cash, Stock, Mixed dan Tidak Bayar Menurut Sektor Pada Tahun 2005-2008 (Pra-Krisis), 2009-2012 (Pasca Krisis) dan Keseluruhan Periode 2005-2012.

		Periode											
		2005-2008				2009-2012				2005-2012			
		Cash	stock	Mixed	No Dividen	Cash	stock	Mixed	No Dividen	Cash	stock	Mixed	No Dividen
No:	INDUSTRY												
1	Agriculture	19	0	0	17	19	0	0	17	38	0	0	34
		2%	0%	0%	2%	2%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
2	Mining	23	0	1	36	33	0	0	27	56	0	1	63
		3%	0%	0%	4%	4%	0%	0%	3%	3%	0%	0%	4%
3	Basic Industry and Chemicals.	60	2	5	89	82	0	4	70	142	2	9	159
		7%	0%	1%	11%	10%	0%	0%	9%	9%	0%	1%	10%
4	Miscellaneous Industry.	48	0	0	56	54	1	6	43	102	1	6	99
		6%	0%	0%	7%	7%	0%	1%	5%	6%	0%	0%	6%
5	Consumer Goods Industry	54	0	0	46	57	0	2	41	111	0	2	87
		7%	0%	0%	6%	7%	0%	0%	5%	7%	0%	0%	5%
6	Property & Real Estate	20	2	5	73	33	1	3	63	53	3	8	136
		2%	0%	1%	9%	4%	0%	0%	8%	3%	0%	0%	8%
7	Infrastructure & Transportation.	26	1	2	10	22	0	0	26	48	1	2	36
		3%	0%	0%	1%	3%	0%	0%	3%	3%	0%	0%	2%
8	Trade, Services & Investment.	91	1	1	119	99	4	9	100	190	5	10	219
		11%	0%	0%	15%	12%	0%	1%	12%	12%	0%	1%	13%
Total		341	6	14	455	399	6	24	387	740	12	38	842
		42%	1%	2%	56%	49%	1%	3%	47%	45%	1%	2%	52%

Sumber: Data diolah dari BEI; KSEI

() = persentase terhadap data event keputusan dividen. 816 event masing-masing periode. 1632 untuk 2005-2012.

Mengamati data pada tabel 4.2 di atas ternyata yang paling sering memilih keputusan cash dividend pada periode sebelum krisis 2005-2008, periode pasca-krisis 2009-2012 maupun full-period 2005-2012 adalah sektor *trade, services dan investment* kemudian diikuti oleh industri *basic industry & chemical* dan *consumer goods industry*.

Sedangkan yang paling sering menetapkan keputusan tidak membayar dividen pada periode sebelum krisis yakni 2005-2008, periode pasca-krisis 2009-2012

maupun full-period 2005-2012 terjadi pada sektor *trade, services dan investment, basic chemical* kemudian *property*.

Bila dibandingkan pada setiap periode diatas, yang paling sering membayar dividen kas adalah industri *trade, services dan investment* kemudian sektor *basic chemical*. Ternyata kedua industri tersebut termasuk industri dimana emitennya paling tinggi atau paling sering memilih keputusan tidak membayar dividen. Riset ini memberi bukti kalau emiten pada sektor yang paling sering membayar dividen saja masih lebih banyak yang memilih keputusan tidak membayar dividen pada saat RUPS dibandingkan dengan memilih keputusan membayar dividen cash. Walaupun memilih bayar dividen maka berapa memilih keputusan bayar dividen mixed atau stock.

Hasil tabel 4.2 diatas dapat juga dipakai untuk menjelaskan mengapa emiten beralih memilih keputusan dividen tertentu dikaitkan dengan reaksi pasar yang diperoleh (tujuan penelitian nomer 2). Meskipun secara keseluruhan untuk seluruh periode 2005-2012 lebih setengahnya, tepatnya 52% dari 1632 event keputusan yang dipilih emiten adalah keputusan tidak membayar dividen. Tetapi kalau dibandingkan antar periode pra-krisis 2005-2008 terhadap periode pasca-krisis 2009-2012 tampak ada peralihan emiten yang sebelumnya memilih keputusan tidak membayar dividen ke event keputusan membayar dividen dalam bentuk *cash, stock* maupun *mixed dividend*. Peralihan ini menunjukkan solusi yang diambil emiten untuk mengatasi respon pasar yang negatif akibat keputusan tidak membayar dividen pasca-krisis (Sawitri, 2004). Emiten beralih ke keputusan membayar *cash dividen, stock* maupun *mixed dividend* karena keputusan tersebut

menghasilkan reaksi pasar yang positif (Aamir dan Shah,2011; Akbar dan Baig,2010).

Tabel 4.3. Jumlah Perusahaan Yang Selalu Berturut-turut Tetap Memilih : Keputusan Membayar Dividen (Cash,Stock atau Mixed) dan Keputusan Tidak Membayar sejak 2005-2012.

No:	Industri	Jumlah Emiten pada Masing-masing	Tetap Bayar Dividen (cash,stock atau mixed)		Tidak Pernah Bayar Dividen	
			Total	%	Total	%
1	Agriculture	9	2	1.0%	3	1.5%
2	Mining	15	3	1.5%	0	0.0%
3	Basic Industry&Chemical	39	5	2.5%	1	0.5%
4	Miscellaneous Industry	26	2	1.0%	0	0.0%
5	Consumer Goods Industry	25	1	0.5%	0	0.0%
6	Property	25	5	2.5%	10	4.9%
7	Infrastructur &Transportation	12	1	0.5%	1	0.5%
9	Trade,Services & Investment	53	17	8.3%	1	0.5%
Total		204	36	17.6%	16	7.8%

Sumber:Data diolah dari BEI;KSEI

Untuk membahas tujuan utama dari penelitian ini tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan membayar dividen atau tidak membayar. Maka diperlukan juga informasi profil tentang seberapa seringnya emiten memilih keputusan membayar dividen (cash,stock atau mixed) atau keputusan tidak membayar . Jenis-jenis keputusan ini perlu diamati lebih jauh karena keputusan-keputusan ini merupakan “event-event” yang menjadi sorotan utama pada analisa *multinomial logit*, analisis *event study* maupun regresi multivariat (*explaining car_s*) yang dijadikan pilihan metode analisis data. Guna keperluan tersebut dibuat tabel 4.3 diatas. Tabel 4.3 ingin menjelaskan dari seluruh emiten yang diteliti (204 perusahaan) sebagai sampel pada studi ini, berapa jumlah emiten yang selalu selalu membayar dividen baik *cash,stock* maupun *mixed* selama 8 tahun berturut-turut 2005-2012 maupun yang tidak pernah membayar sekalipun pada periode tersebut.

Mengamati tabel 4.3 diatas, dari 204 perusahaan sejak 2005-2012 yang paling sering membayar dividen setiap tahun ada 36 emiten atau sekitar 17,6% sedangkan yang tidak pernah membayar sama sekali pada priode diatas ada 7,8% dan sisanya 74,6% membayar dividen antara 1 kali sampai dengan 7 kali . Sektor yang paling sering menetapkan keputusan membayar dividen yakni sektor *trade, services dan investment* sebanyak 8,3% dari responden perusahaan yang diamati pada sektor tersebut. Karena sektor ini dianggap relatif paling rendah belanja modalnya (*capital expenditure*) dibandingkan sektor lainnya. Sedangkan yang tidak pernah memberikan dividen ada di sektor *property* sebesar 4,9% . Sebab sektor ini merupakan sektor yang memerlukan modal kerja yang besar. Sehingga sering sekali mempertahankan likuiditas yang tinggi bahkan terkadang berlebihan (*overliquid*).

4.1. Deskripsi Statistik Karakteristik Perusahaan.

Karakteristik emiten yang menjadi fokus utama pada penelitian ini adalah karakteristik unik yang dianggap berpengaruh terhadap keputusan perusahaan tertentu memilih keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend*, keputusan *mixed dividend* atau keputusan tidak membayar dividen. Karakteristik tersebut pada penelitian dijadikan sebagai variabel prediktor.

Untuk itu indikator dari variabel prediktor yang dipakai pada studi ini terdapat pada tabel 4.4 dibawah. Ada indikator *number of common stockholder* (ncs) yang mencerminkan *agency cost*, *market capitalization* (mc) mencerminkan *size* emiten, *earning per share* (eps) yang menggambarkan keadaan *profitability*

perusahaan, *debt to equity ratio* (der) yang merepresentasikan aspek insolvabilitas atau *leverage* , *price earning ratio* (per) menunjukkan peluang investasi dan *current ratio* (cr) menjelaskan kondisi likuiditas bisnis.

Tabel 4.4 dibawah ini menjelaskan tentang nilai rata-rata (*mean*) , kecondongan (*skewness*) dan keruncingan (*kurtosis*) dari masing-masing data karakteristik emiten pada dua priode pengamatan sebelum krisis (pra-krisis) yakni 2005-2008 dan pasca krisis 2009-2012.

Statistik deskripsi dari dua priode tersebut menunjukkan secara rata-rata *agency cost* , *size* dan *profitability* menunjukkan kondisi yang jauh lebih baik pada priode pasca krisis dibandingka periode pra-krisis. Solvabilitas menunjukkan kondisi yang lebih tidak sehat insolvabel pada pasca krisis dibandingkan dengan pra-krisis. Peluang investasi emiten dimata investor jauh lebih baik pada periode pra-krisis dibandingkan dengan pasca-krisis sedangkan keadaan likuiditas emiten tidak jauh berbeda untuk kedua priode.

Mengamati statistik nilai *skewness* dan *kurtosis* seluruh variabel pada tabel 4.4 di bawah terlihat nilainya jauh lebih besar dari 3 . Hasil ini menunjukkan data tidak terdistribusi secara normal baik pra-krisis maupun pasca-krisis.

Tabel 4.4 :Statistik Deskriptif Variabel Prediktor

	Priode	N	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
ncs	Pra-krisis	816	1115.04	2562.34	86.64	463.54
	Pasca-krisis	816	2614.70	5843.57	54.89	160.45
mc	Pra-krisis	816	3963258.48	15413810.75	98.17	513.14
	Pasca-krisis	816	8163566.80	26650800.93	74.85	302.87
eps	Pra-krisis	816	171.96	757.84	113.83	734.01
	Pasca-krisis	816	420.19	1775.15	106.12	570.90
der	Pra-krisis	816	2.86	29.43	321.82	4540.29
	Pasca-krisis	816	17.73	464.91	333.12	4757.86
per	Pra-krisis	816	110.15	1954.07	327.76	4654.30
	Pasca-krisis	816	27.75	244.43	159.52	1797.40
cr	Pra-krisis	816	3.96	18.52	224.82	2579.90
	Pasca-krisis	816	3.14	7.41	100.39	496.59

Sumber : Lampiran 1 (Data diolah dari BEI)

Untuk mengetahui apakah perbedaan rata-rata indikator antar priode diatas cukup berbeda signifikan atau tidak maka dilakukan uji beda rata-rata seperti terlihat pada tabel 4.5. Hasil pengamatan tabel 4.4 dan 4.5 diperlukan untuk pembahasan hasil penelitian yang akan dilakukan kemudian.

Tabel 4.5 Uji Beda Rata-Rata antar Variabel Prediktor

		Uji Levene - Equality of Variances		Uji-t - Equality of Means		
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
ncs	Equal variances assumed	93.89	0.00	-6.71	1630.00	0.00
	Equal variances not assumed			-6.71	1117.23	0.00*
mc	Equal variances assumed	34.29	0.00	-3.90	1630.00	0.00
	Equal variances not assumed			-3.90	1305.37	0.00*
eps	Equal variances assumed	28.02	0.00	-3.67	1630.00	0.00
	Equal variances not assumed			-3.67	1102.53	0.00*
der	Equal variances assumed	3.24	0.07	-.91	1630.00	0.36
	Equal variances not assumed			-.91	821.53	0.36
per	Equal variances assumed	4.20	0.04	1.20	1630.00	0.23
	Equal variances not assumed			1.20	840.50	0.23
cr	Equal variances assumed	3.81	0.05	1.17	1630.00	0.24
	Equal variances not assumed			1.17	1069.53	0.24

Sumber : Lampiran 1 (hasil olah data)

* = sig pada 1%

Pertama dilakukan *Levine's Test for Equality of Variances*. Terlihat F hitung untuk *agency cost* dengan *Equal Variances Assumed* (dengan asumsi kedua varians populasi sama) probabilitanya $0,000 < 0,01$. Maka H_0 ditolak berarti *varians agency cost* adalah tidak sama untuk kedua priode.

Langkah selanjutnya adalah melakukan uji *T-test for Equality of Means* untuk mengetahui apakah rata-rata *agency cost* antara priode pra-krisis berbeda cukup signifikan dibandingkan dengan rata-rata *agency cost* periode pasca-krisis. Terlihat t-hitung untuk *agency cost* dengan *Equal Variance Not Assumed* probabilitanya $0,000 < 0,01$. Maka H_0 : rata-rata (*means*) kedua priode sama ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa rata-rata *agency cost* pasca-krisis 2009-2012 berbeda cukup signifikan dibandingkan dengan rata-rata *agency cost* pra-krisis 2005-2008.

Dengan cara berpikir yang sama didalam melihat apakah ada perbedaan nilai rata-rata masing-masing variabel maka untuk *size (market capitalization)* dan *profitability (earning per share)* terdapat perbedaan rata-rata yang cukup signifikan dimana pada periode 2009-2012 besarnya jauh berbeda dibandingkan periode 2005-2008. Sedangkan hutang, peluang investasi dan likuiditas rata-rata masing-masing variabel pada kedua priode tidak berbeda signifikan.

4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit .

Tujuan utama penelitian ini adalah ingin mendapatkan bukti dan penjelasan mengapa fenomena semakin seringnya emiten memilih keputusan tidak membayar dividen atau “*disappearing dividend* “ dapat terjadi di BEI. Untuk itu dibuat model yang bisa menjelaskan dan menjawab masalah tersebut berdasarkan teori , literatur dan penelitian terdahulu yang relevan dan mendukung.

Melalui model multinomial logit maka fenomena dividen yang kompleks akan dibuat sederhana. Regresi logistik multinomial ini dilakukan untuk data pra-krisis 2005-2008, data pasca krisis 2009-2012 dan periode keseluruhan *full sample* 2005-2012. Analisis dilakukan untuk 2 priode yakni pra-krisis dan pasca-krisis ingin melihat apakah ada perubahan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividen. Hasil regresi yang diperoleh akan dijadikan dasar pengujian hipotesis dan analisis untuk pembahasan. Sehingga diperoleh variabel atau karakteristik perusahaan yang memotivasi emiten di BEI cenderung memilih keputusan tertentu dan tidak memilih keputusan yang lain pada masing-masing periode.

Korelasi antar variabel.

Analisis korelasi antar variabel perlu dilihat untuk menghindari masalah multikolinieritas serius yang dapat menyebabkan hasil yang bias. Meskipun begitu menurut Hill *et al.* (2001) *multicollinearity* tidak sampai mengganggu realibilitas model secara keseluruhan tetapi hanya mempengaruhi variabel prediktor secara individu. Berikut dibawah ini adalah tabel yang menunjukkan korelasi antar variabel menggunakan Pearson correlation.

Tabel 4.6 .Pearson Correlations - Full Sample 2005-2012

	ncs	mc	eps	der	per	cr
ncs	1					
mc	.33	1				
eps	-.03	.11	1			
der	-.01	-.01	-.01	1		
per	.00	-.01	-.01	-.00	1	
cr	-.02	-.03	-.01	-.01	-.01	1

Sumber : Lampiran 2.

Tabel 4.7. Pearson Correlations – Pra Krisis 2005- 2008

	ncs	mc	eps	der	per	cr
ncs	1					
mc	.37	1				
eps	.02	.07	1			
der	-.02	-.01	-.02	1		
per	.02	-.01	-.01	.00	1	
cr	-.02	-.03	-.01	-.01	-.01	1

Sumber : Lampiran 2.

4.8. Pearson Correlations – Pasca Krisis 2009- 2012

	ncs	mc	eps	der	per	cr
ncs	1					
mc	.31	1				
eps	-.05	.11	1			
der	-.01	-.01	-.01	1		
per	-.01	-.01	-.01	-.01	1	
cr	-.03	-.04	-.02	-.01	-.01	1

Sumber : Lampiran 2.

Merujuk pendapat Gujarati (2008), Lewis-Beck (1980) dan Al-Malkawi (2008) , secara *rule of thumb* bila koefisien korelasi antar variabel (*pair-wise correlation*) lebih besar dari 0.8 menunjukkan adanya multikolinieritas yang serius. Tetapi pada penelitian ini korelasi antar variabel *independent* dianggap bebas multikolinieritas karena hampir seluruh korelasi bivariatnya dibawah 0,8.

4.2.1 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2008.

4.2.1.1 Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2005-2008.

Hipotesis yang dinyatakan pada bagian 2.3 selanjutnya akan diuji dengan menggunakan *Multinomial Logistic Regression* . Hasil estimasi parameter dan *goodness of fit* dari model untuk priode 2005-2008 disajikan pada tabel 4.9 berikut dibawah ini.

Tabel 4.9. Hasil Multinomial Logit untuk Uji Pengaruh Karakteristik Emiten Terhadap Probabilita Memilih Keputusan Cash Dividend, Keputusan Stock Dividend, Keputusan Mixed Dividend dibandingkan Memilih Keputusan Tidak membayar Dividend di BEI. Priode Pra-Krisis 2005-2008

Dep.Var:	Model 1a:Keputusan Cash Dividend				Model 1b :Keputusan Stock Dividend				Model 1c :Keputusan Mixed Dividend			
	Koefisien		Odd Ratio		Koefisien		Odd Ratio		Koefisien		Odd Ratio	
	Prob.	Nilai	% Pengaruh	Prob.	Nilai	% Pengaruh	Prob.	Nilai	% Pengaruh	Prob.	Nilai	% Pengaruh
Intercept	-5.51	0.00			-28.61	0.00			-9.80	0.00		
lnncs	-0.12	0.08***	0.88	-11.57	-0.63	0.07***	0.53	-46.52	-0.32	0.17	0.73	-27.17
lnmc	0.42	0.00*	1.52	52.05	0.77	0.01*	2.17	116.83	0.57	0.00*	1.77	77.37
eps	0.01	0.00*	1.01	0.62	0.00	0.76	1.00	0.14	0.00	0.32	1.00	0.27
der	-0.07	0.04**	0.94	-6.34	-0.10	0.36	0.91	-9.41	-0.08	0.23	0.92	-7.67
per	-0.003	0.00*	0.997	-0.257	-0.003	0.25	0.997	-0.28	-0.002	0.32	0.998	-0.203
cr	-0.03	0.00*	0.97	-2.97	0.01	0.56	1.01	1.11	-0.23	0.29	0.80	-20.24
dcric	0.48	0.02**	1.61	61.09	18.14	0.00*	75449232.21	7544923121.41	1.55	0.14	4.69	369.33
Pseudo R-Square				Simultaneous-Test								
Cox and Snell				0.310	Prob. (LR-statistic)			0.000*				
Nagelkerke				0.389								
McFadden				0.233								
Goodness-of-fit (fitting model dengan data)				Classification Accuracy Rate								
Prob. (Deviance)				1.000	Overall Percentage (Percent Correct)			72.3%				

Sumber : Lampiran 2 (hasil olah data dari BEI dan KSEI)

*, **, *** signifikan pada 1%, 5% dan 10%

ncs=number of common stockholder

mc = market capitalization

eps= earning per share

der=debt to equity ratio

per=price earning ratio.

cr =current ratio

dcric= dummy krisis; =1 bila tahun krisis keuangan global dan 0 yang lainnya.

Pada tabel 4.9 diatas terlihat koefisien regresi logistik taksiran (nilai β), *probability value* dan *odd ratio* serta persentase pengaruh dari masing-masing variabel pada model. Mengikuti cara Fama & French(2001), Denis & Osobov (2008), Gujarati (2008), Boban (2011), He, et al (2001), AL- Shubiri (2011) maka penjelasan mengenai hasil penelitian adalah sebagai berikut :

Memilih keputusan cash dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2005-2008) .

Memperhatikan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen maka seluruh variabel berpengaruh signifikan pada tingkat yang bervariasi 1%, 5% dan 10%. Evaluasi terhadap koefisien regresi *size*, *profitability*, hutang, peluang investasi sesuai hipotesis variabelnya sedangkan *agency cost* dan likuiditas tidak. Pembahasan tentang hal ini akan dijelaskan pada bagian pembahasan setelah penjelasan hasil penelitian ini.

Mengamati *odd ratio* model 1a dan tingkat signifikansi dari masing-masing variabel maka variabel yang paling berpengaruh besar dan positif terhadap probabilitas emiten memilih keputusan *cash dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) adalah variabel *dummy* krisis keuangan (*dcri*), *size* kemudian profitabilitas. Variabel-variabel tersebut berpengaruh signifikan serta mempengaruhi persamaan logit secara positif sebesar 61,09% untuk krisis keuangan, 52,05% untuk *size* dan 0,62% untuk profitabilitas.

Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kecenderungan emiten memilih keputusan *cash dividend* yakni hutang, likuiditas dan peluang investasi.

Interpretasi hasil di atas menunjukkan bahwa pada periode pra krisis 2005-2008 *size*, profitabilitas dan krisis keuangan merupakan variabel penyebab yang mendorong semakin besarnya probabilitas emiten di BEI memilih keputusan *cash dividend* ketika dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen. Dan probabilitas tersebut menurun dengan semakin meningkatnya hutang, likuiditas dan peluang investasi.

Memilih keputusan stock dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2005-2008)

Pada model 1b ini variabel bebas yang berpengaruh signifikan terhadap pemilihan keputusan *stock dividend* hanya *agency cost* , *size* dan krisis keuangan. Tanda koefisien regresi yang sesuai hipotesisnya positif hanya *size* sedangkan *agency cost* signifikan tetapi tidak konsisten hasilnya negatif.

Mengamati kolom *odd ratio* model 1b tabel 4.9, variabel yang paling berpengaruh positif, signifikan dan paling besar terhadap pilihan keputusan *stock dividend* hanya *size*. Variabel tersebut mempengaruhi persamaan logit secara positif sebesar 116,83%.

Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif, signifikan dan paling besar terhadap pilihan keputusan *stock dividend* hanya *agency cost* .

Berdasarkan hasil penelitian diatas disimpulkan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih keputusan *stock dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen disebabkan pengaruh *size* . Sebaliknya , *agency cost* merupakan variabel yang menyebabkan menurunnya keinginan emiten membayar dividen saham kemudian beralih kepada pilihan keputusan tidak membayar dividen.

Memilih keputusan mixed dividend dibandingkan dengan Memilih keputusan tidak membayar dividen (2005-2008).

Pada persamaan regresi logistik model 1c ini variabel yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan *mixed dividend* hanya *size* pada tingkat 1%. Tanda koefisien regressinya positif sesuai hipotesisnya.

Mengamati *odd ratio* pada model 1c dari masing-masing variabel pada periode 2005-2008 maka variabel yang paling berpengaruh besar, positif dan signifikan sehingga mendorong perusahaan cenderung memilih keputusan *mixed dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) hanya *size*. Sedangkan yang berpengaruh negatif tidak ada yang signifikan.

Interpretasi dari hasil diatas berarti semakin meningkat *size* perusahaan maka semakin besar probabilitas emiten memilih keputusan *mixed dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen.

4.2.1.2 Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2008.

1) Menilai *Goodness of Fit* Model Multinomial Logit (2005-2008).

Sebelum dilakukan pembahasan terhadap hasil penelitian yang telah diuraikan diatas maka terlebih dahulu perlu diuji apakah model yang dihasilkan diatas sudah baik atau tidak (*goodness of fit*).

Goodness of fit dilakukan untuk melihat ketepatan model regresi *multinomial logit sample* dalam menaksir nilai aktual. Secara statistik pada disertasi ini mengukur kebaikan model menggunakan beberapa ukuran (Gujarati,2008; Fama & French,2001; Denis & Osobov ,2008; He,et al, 2001):

(1) Likelihood Ratio Test (LR-test):

Uji LR pada regresi multinomial adalah semacam uji F pada model regresi linear. Pada tabel 4.9 diatas di bagian kanan bawah terdapat informasi mengenai **simultaneous test**. Secara bersama-sama seluruh variabel bebas atau sekurang-kurangnya 1 variabel tersebut mempengaruhi variabel dependent dengan signifikan karena $p=0,000$. Berarti memasukkan variabel-variabel independen secara bersama-sama kedalam model akan mempengaruhi secara signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan keputusan tidak membayar dividen, pilihan keputusan *stock dividend* atau keputusan *mixed dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (sebagai *base-category*) pada priode pra-krisis (2005-2008). Kemudian tabel 4.9 pada bagian bawah kanan juga menunjukkan secara keseluruhan kemampuan prediksi model didalam mengelompokkan keputusan dividen (*the classification accuracy rate*) menghasilkan 73,7% yang benar. Karena *classification accuracy rate* 72,3% > kriteria *the proportional by chance accuracy rate* yang diperoleh dari marginal percentage masing-masing keputusan (lihat Lampiran 2 halaman 268 : Case Processing Summary) yakni $1,25 \times (0,556^2+0,419^2+0,007^2+0,017^2) = 60\%$ maka dapat disimpulkan model ini cukup memuaskan (www.utexas.edu).

(2)Pseudo R-Square.

Ukuran ini semacam nilai R^2 (koefisien determinasi) pada regresi OLS. Untuk regresi multinomial logit ukuran ini menggunakan Pseudo R^2 Cox and

Snell, Nagelkerke dan McFadden. Besarnya Pseudo R^2 pada studi ini berturut 31% , 38,9% dan 23,3% artinya variabel bebas didalam model multinomial logit mampu menjelaskan variasi pada probabilita perusahaan memilih keputusan cash dividend, memilih keputusan *stock dividend* atau memilih keputusan *mixed dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) sebesar 31%, 38,9% dan 23,3% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

(3) Deviance χ^2 .

Selain Pseudo R^2 untuk mengetahui Goodness of fit atau seberapa baik model regresi multinomial logit maka biasa juga digunakan ukuran *Deviance*. Ukuran ini untuk melihat *overall fit* model dengan data. Pada tabel 4.9 diatas, informasi tentang ini terdapat pada bagian kiri bawah : *Goodness of fit (fitting model dengan data)*. Hasilnya Chi-square dengan probabilita yang tidak signifikan ($p=1.000$; $p>0.05$). Model yang dihasilkan penelitian ini sudah baik karena model ini tidak dapat menolak hipotesis nol : model sesuai atau cocok dengan data empiris. Dengan perkataan lain model sudah fit dengan data aktual. Sehingga model ini dapat dipercaya dan cukup baik untuk memprediksi pengaruh variabel independennya terhadap variabel dependent.

Mempertimbangkan hasil test diatas kemudian hasil uji t, meskipun ada variabel bebas yang tidak signifikan akan tetapi ada beberapa yang signifikan dan yang lebih penting lagi secara simultan (Gujarati, 2008) seluruh variabel bebas atau sekurang-kurangnya 1 variabel tersebut signifikan mempengaruhi probabilita

emiten memilih keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend* atau keputusan *mixed dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak bayar dividen seperti yang ditunjukkan hasil LR-test diatas. Menggunakan *Deviance* diperoleh hasil model sudah *fit* dengan data. Oleh karena itu , secara umum model yang dihasilkan pada penelitian ini sudah cukup baik dan dapat digunakan untuk pengujian hipotesis, prediksi dan pembahasan.

2) Pembahasan Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2005-2008.

Bila dibandingkan antara hasil penelitian (tabel 4.9) dengan hipotesis model logit pada Model 1a : keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen . Maka diperoleh hasil dari 6 variabel yang dihipotesiskan ada 4 variabel hasil penelitian yang memiliki tanda koefisien regresi yang sama dengan hipotesis dan pengaruhnya signifikan. Variabel tersebut yaitu *size* (+) **H2**, profitabilitas (+) **H3**, hutang (-) **H4** dan peluang investasi (-) **H5**. Variabel *agency cost* dan likuiditas hasilnya berbeda, harapan hipotesis **H1** dan **H6** positif (+) tetapi hasil penelitian negatif (-) tetapi tetap signifikan .

Memasukkan variabel *agency cost* pada model penelitian ini dirancang untuk menguji *Agency hypothesis of dividends* (**H1**) ternyata pengaruhnya negatif tetapi signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* .

Hasil seperti ini kemungkinan disebabkan karakteristik khusus dari pasar modal di *emerging market* seperti Indonesia dimana jumlah pemegang saham bertambah tetapi tetap dikuasai beberapa pemegang saham keluarga atau *insiders ownership* (*high ownership concentration*). Kekhawatiran meningkatnya *agency*

cost rendah sebab tingkat konsentrasi kepemilikan tinggi dan dikuasai oleh pemegang saham mayoritas. Karena rendah maka keputusan yang dipilih cenderung pada keputusan tidak membayar dividen..

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu Porta et al (1998). Konsisten dalam arti sama-sama berkesimpulan bahwa rendahnya *agency cost* merupakan salah satu penyebab mengapa banyak emiten di BEI enggan membayar dividen. Pada penelitiannya Porta menemukan bukti bahwa di negara-negara berkembang termasuk Indonesia dimana struktur kepemilikan perusahaan umumnya terkonsentrasi tinggi sehingga *agency conflict* pada perusahaan-perusahaan di negara tersebut pada umumnya rendah. Akibatnya mengapa banyak emiten di BEI enggan membayar dividen.

Tetapi arah pengaruh hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori besarnya *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976) serta hasil penelitian sebelumnya seperti Rozeff(1982), Holder,Langrehr dan Hexter(1998) dan Boban (2011) di pasar modal negara yang sudah maju. Tidak sesuai karena pada teori besarnya tercatat *Agency cost* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan bayar dividen.

Umumnya penelitian yang sama yang dilakukan di negara-negara berkembang menghasilkan kesimpulan yang sama dengan penelitian ini, seperti hasil penelitian Al-Malkawi (2008) di Jordan dan Porta et al (1998) di negara-negara berkembang termasuk Indonesia.

Pengaruh variabel *agency cost* terhadap probabilita emiten memilih keputusan *stock dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen

(Model 1b) diperoleh hasil tanda koefisien regresi negatif yang berbeda dengan hipotesis tetapi signifikan meskipun di 10%. Hasil pada Model 1b ini memperkuat kesimpulan pada Model 1a yakni ketika ada kenaikan *agency cost* maka kenaikan tersebut lebih cenderung berpengaruh terhadap kemungkinan perusahaan memilih keputusan tidak membayar dividen dibandingkan keputusan *cash* maupun *stock dividend*.

Mengikuti sertakan variabel *size* pada model penelitian ini dimaksud untuk menguji apakah emiten berkapitalisasi kecil seperti umumnya di Indonesia yang menyebabkan kemungkinan emiten memilih keputusan tidak membayar dividen. Alasan kedua adalah mengikuti penelitian sebelumnya sebagai *journal evidence* seperti Fama dan French (2001) dan Al-Malkawi (2008). Disamping itu, mungkin yang paling penting karena penelitian tentang hal ini yaitu pengaruh kapitalisasi pasar terhadap keputusan dividen di pasar modal di Indonesia sangat sedikit.

Pada hasil penelitian ini ternyata variabel *size* pada Model 1a,1b dan 1c pengaruhnya sangat signifikan dan tanda koefisien regresinya positif sesuai dengan yang diharapkan (hipotesis). Berarti semakin besar *size* (*market capitalization*) emiten tertentu maka semakin besar kecenderungan perusahaan akan memilih keputusan *cash dividend* atau keputusan *stock dividend* atau keputusan *mixed dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Hasil penelitian ini disamping sesuai dengan hipotesisnya (**H2**), juga selaras dengan teori besarnya yakni *Bird in The Hand Theory* (Lintner,1956; Gordon, 1959) bahwa keputusan memberikan dividen dipengaruhi oleh meningkatnya *size*. Sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya dari Fama dan

French (2001) dan Al-Malkawi (2008) bahwa *size* berpengaruh positif terhadap kemungkinan perusahaan memilih keputusan membayar dividen. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan *the agency costs explanation of dividend policy*. Makin besar perusahaan makin sulit untuk melakukan monitoring sehingga pembayaran dividen sebagai salah satu cara mengatasi *agency problem* (Jensen and Meckling, 1976).

Hasil riset ini mencatat bahwa profitabilitas yang diukur dengan *earning per share* (eps) pada Model 1a terbukti berpengaruh positif dan sangat signifikan bahkan di 1% terhadap probabilitas emiten memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis penelitian ini (**H3**) dan hasil riset terdahulu dari Mirza dan Talat Afza (2014), Al-Malkawi (2008), Fama and French (2001) dan Denis dan Osobov (2008). Hasil penelitian tersebut mencatat hasil yang sama dengan penelitian ini bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar kemampuan emiten membayar dividen. Hubungan positif dan signifikan antara *profitability* dengan kecenderungan emiten memilih keputusan membayar dividen ini konsisten dengan *the pecking order hypothesis* (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984) tentang hirarki pembiayaan dan teori besarnya *Bird in The Hand Theory* (Lintner, 1956; Gordon, 1959) serta *Signalling Theory*.

Variabel lain yang ditemukan berpengaruh terhadap Model 1a adalah *Insolvency (debt to equity)* (**H4**). Tanda koefisien regresi logistik variabel ini negatif sesuai harapan hipotesisnya (**H4**) dan signifikan pada 5%. Hasil ini menunjukkan semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka semakin tinggi

kewajiban membayar bunga dan menurunkan kemungkinan emiten memilih keputusan *cash dividend* dan lebih besar kecenderungan memilih keputusan tidak membayar dividen dengan alasan menjaga *solvability* dan kredibilitas. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *Residual Dividend Theory* bahwa pembagian dividen merupakan residu atau sisa setelah pembayaran hutang. Dan sesuai dengan hasil studi sebelumnya oleh Rozeff (1982) Aivazian, et al (2006) dan Al-Malkawi (2008) bahwa hutang berpengaruh negatif terhadap keputusan membayar dividen.

Hasil pada tabel 4.9 diatas menunjukkan bahwa *investment opportunity* yang diukur dengan *price earning ratio* (per) terbukti berpengaruh negatif dan sangat signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (Model 1a). Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis penelitian **H₅** dan riset terdahulu dari Rozeff (1982) , Fama & French (2001), Al-Malkawi (2008) dan Denis dan Osobov (2008) bahwa peluang investasi berpengaruh negatif terhadap keputusan *cash dividend*. Makin tinggi PER karena meningkatnya peluang investasi maka semakin rendah pembayaran dividen karena laba ditahan untuk ekspansi. Hubungan negatif dan signifikan antara *investment opportunity* dengan kecendrungan emiten memilih keputusan membayar dividen kas ini konsisten dengan *the pecking order hypothesis* ((Myers ,1984; Myers dan Majluf, 1984) bahwa perusahaan lebih senang menahan laba karena lebih memilih prioritas prmbiayaan dari internal dibandingkan eksternal.

Variabel likuiditas dengan proxynya *current ratio* diikut sertakan pada model penelitian ini karena umumnya besar kecilnya dividen yang dibayar perusahaan akan sangat tergantung pada kondisi *liquid assets* yang dimiliki perusahaan dan akses perusahaan mencari pembiayaan. Hal ini terkait dengan hipotesis 6.

Hasil studi pada tabel 4.9 ternyata pengaruh likuiditas terhadap Model 1a keputusan cash dividend negatif dan signifikan pada 1% berbeda dengan hipotesa **H6** diharapkan positif. Berarti semakin likuid perusahaan semakin menurun kemungkinan emiten memilih keputusan *cash dividend* dan cenderung memilih keputusan tidak membayar dividend. Penurunan ini disebabkan sebagian besar emiten di BEI sama dengan emiten di pasar modal yang sedang tumbuh (emerging market) yaitu emiten-emiten dimana *sizenya* kecil dengan profitabilitas rendah, peluang investasi tinggi serta akses memperoleh pembiayaan yang sulit (Kumar and Tsetsekos, 1999; Faccio, et al, 2001). Sehingga ketika laba tinggi, tidak dibagikan sebagai dividen tetapi ditahan untuk membiayai peluang investasi dan menjaga likuiditas (Denis dan Osobov, 2008; Fama dan French, 2001).

Sedangkan pengaruh variabel likuiditas terhadap Model 1b keputusan *stock dividend* adalah positif dan pada Model 1c keputusan mixed dividend adalah *negatif* tetapi kedua-duanya tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian He, et al (2011). Berarti emiten di BEI motivasinya memilih membayar *stock dividend* atau *mixed dividend* pada periode 2005-2008 bukan karena alasan likuiditas. Karena ketika likuiditas meningkat hasil penelitian ini menjelaskan tidak mempengaruhi emiten di BEI memilih membayar dividen dalam bentuk

stock dividend maupun *mixed*. Tetapi karena alasan *size* atau kehendaknya pemegang saham *insider* sebab variabel ini yang signifikan seperti telah dijelaskan di atas.

Karena priode penelitian ini dibagi menjadi 3 priode pengamatan yaitu priode sebelum krisis 2005-2008, priode setelah krisis 2009-2012 dan priode keseluruhan 2005-2012. Oleh karena itu untuk priode 2005-2008 dimasukkan variabel dummy krisis keuangan untuk memastikan sejauhmana pengaruh krisis keuangan tahun 2008 terhadap probabilita memilih keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend* dan keputusan *mixed dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen.

Hasil penelitian ini seperti tertera pada tabel 4.9 ternyata pengaruh variabel *dummy* krisis (*dcris*) positif signifikan terhadap Model 1a di 5% dan 1b pada 1%. Karena koefisien regresi bertanda positif dapat diartikan jika variabel lain dianggap tidak berubah kemungkinan perusahaan memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen lebih tinggi pada saat pra-krisis dibandingkan pada saat pasca-krisis. Hasil ini didukung penelitian Floyd, Li dan Skinner (2014) dan Bozos et al (2011) . Setelah krisis baru kemudian perusahaan melakukan penyesuaian secara bertahap . Karena ada krisis, emiten enggan merubah kebiasaan secara mendadak dari membayar dividen menjadi tidak bayar atau menurunkan *dividend payout*. Konsisten dengan *conservatism of dividend policy* dari Lintner (1956).

Untuk menentukan variabel bebas yang paling dominan mempengaruhi kemungkinan emiten memilih keputusan dividen tertentu dibandingkan memilih

keputusan dividen yang lain maka digunakan *odd ratio*. Semakin besar *odd ratio* suatu variabel bebas maka semakin besar pengaruhnya terhadap variabel tidak bebas.

Pada priode 2005-2008 maka variabel yang paling berpengaruh besar, positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan cash dividend (ketika dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) adalah karena krisis keuangan, *size* kemudian *profitabilitas* dengan besaran *odd ratio* berturut-turut 1,61 , 1,52 dan 1,01. Sedangkan yang berpengaruh negatif dan signifikan (*odd ratio*<1) adalah variabel hutang, likuiditas dan peluang investasi dengan *odd ratio* masing-masing 0,94 , 0,97 dan 0,997.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil riset Fama dan French (2001) bahwa semakin besar *size* dan *profitabilitas* emiten maka semakin besar kemungkinan perusahaan memilih keputusan dividen tunai dan sebaliknya semakin besar *investment opportunity* dan hutang semakin enggan memilih keputusan membayar dividen. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan *pecking-order* model yang berpendapat bahwa perusahaan cenderung enggan menerbitkan *risky securities* karena *asymmetric information problems* (Myers and Majluf, 1984; Myers (1984) atau disebabkan *high transactions costs*. Karena alasan ini juga mengapa perusahaan kecil enggan membayar dividen.

Sedangkan variabel yang paling berpengaruh besar, positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan *stock dividend* (Model 1b) atau memilih keputusan *mixed dividend* (Model 1c) adalah variabel *size*. Jadi pada penelitian ini ketika *size* meningkat , perusahaan cendrung memilih keputusan

stock dividend atau memilih keputusan *mixed dividend* dibandingkan keputusan tidak membayar dividen. Perusahaan memilih keputusan *dividend* tersebut karena ingin menahan labanya untuk membiayai *capital expenditure* peluang investasi. Tetapi pada saat yang sama juga ingin tetap membuat tenang pemegang saham dengan memberikan dividen yakni dalam bentuk *stock dividend* atau *mixed dividend* (kombinasi *stock* dan *cash*). Jadi keputusan memberikan *stock* atau *mixed dividend* disini dianggap sebagai substitusi *cash dividend* atau tambahan atas *cash dividend* yang dirasakan rendah. Hasil ini konsisten dengan penelitiannya Lakonishok dan Lev (1987), Hsu (2005) serta survey Baker dan Phillips (1993).

Sebaliknya variabel yang paling berpengaruh besar, negatif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan *stock dividend* (Model 1b) dan cenderung memilih keputusan tidak bayar dividen adalah *agency cost* dengan nilai odd ratio 0,53 (odd ratio < 1). Pengaruh variabel *agency cost* ini merupakan cermin kehendak pemegang saham yang mayoritas. Bagi mereka pilihan tidak memberikan dividen tidak menjadi masalah karena tidak adanya kekhawatiran meningkatnya *agency cost*. Bagi perusahaan lebih murah *cost*-nya memilih keputusan tidak membayar dividen dibandingkan memilih keputusan *stock dividend*. Keputusan ini juga dipilih dalam rangka memelihara *solvability* dan kredibilitas perusahaan.

Berdasarkan pembahasan diatas maka dapat disimpulkan pada saat pra krisis faktor yang paling mendorong probabilita perusahaan lebih memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen adalah karena semakin besar *size* dan profitabilitas emiten. Fakta ini sesuai

dengan teori besar tentang dividen yaitu *Bird in The Hand Theory* dan *Signalling Theory* . Sebaliknya yang menyebabkan emiten semakin enggan memilih keputusan membayar dividen adalah karena semakin besarnya cadangan untuk membiayai *investment opportunity* , membayar hutang dan menjaga likuiditas sesuai dengan *Residual Dividend Theory*.

Sedangkan variabel yang paling berpengaruh terhadap probabilita emiten memilih keputusan *stock dividend* atau memilih keputusan *mixed dividend* adalah *size*.

Sebaliknya variabel yang paling berpengaruh besar menurunkan probabilita emiten memilih keputusan *stock dividend* dan beralih memilih keputusan tidak membayar dividen adalah meningkatnya *agency cost*. Selanjutnya tidak ditemukan variabel yang paling berpengaruh signifikan terhadap penurunan kemungkinan perusahaan memilih keputusan *mixed dividend*.

4.2.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit 2009-2012.

4.2.2.1 Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2009-2012.

Tabel 4.10. Hasil Multinomial Logit untuk Uji Pengaruh Karakteristik Emiten Terhadap Probabilita Memilih Keputusan Cash Dividend, Keputusan Stock Dividend, Keputusan Mixed Dividend dibandingkan Memilih Keputusan Tidak membayar Dividend. Priode Pasca-Krisis 2009-2012

Dep.Var:	Model 1a:Keputusan Cash Dividend				Model 1b :Keputusan Stock Dividend				Model 1c :Keputusan Mixed Dividend						
	Koefisien	Prob.	Odd Ratio		Koefisien	Prob.	Odd Ratio		Koefisien	Prob.	Odd Ratio				
Ind.Var.			Nilai	% Pengaruh			Nilai	% Pengaruh			Nilai	% Pengaruh			
Intercept	-6.13	0.00			-5.89	0.07			-7.23	0.00					
lnncs	-0.19	0.00*	0.83	-16.99	-0.45	0.13	0.64	-36.00	-0.34	0.03**	0.71	-29.09			
lnmc	0.53	0.00*	1.70	70.00	0.39	0.16	1.47	47.21	0.52	0.00*	1.68	68.12			
eps	0.00	0.00*	1.0027	0.27	0.00	0.51	1.00	-0.30	0.00	0.00*	1.00	0.27			
der	-0.07	0.11	0.93	-7.07	-0.0003	0.9455	0.9997	-0.0349	-0.45	0.14	0.64	-36.50			
per	-0.001	0.24	0.99	-1.000	-0.0002	0.8647	0.9998	-0.0191	-0.001	0.63	0.999	-0.060			
cr	-0.04	0.07***	0.96	-4.11	-0.17	0.55	0.84	-15.58	-0.09	0.36	0.91	-8.69			
Pseudo R-Square				Simultaneous-Test											
Cox and Snell				0.303				Prob. (LR-statistic)				0.000*			
Nagelkerke				0.372											
McFadden				0.214											
Goodness-of-fit (fitting model dengan data)				Classification Accuracy Rate											
Prob. (Deviance)				1.000				Overall Percentage (Percent Correct)				69,6%			

Sumber : Lampiran 2 (hasil olah data dari BEI dan KSEI)

* ; ** ; *** signifikan pada 1% , 5% dan 10%

ncs=number of common stockholder

mc = market capitalization

eps= earning per share

der=debt to equity ratio

per=price earning ratio.

cr =current ratio

dcris= dummy krisis; =1 bila tahun krisis keuangan global dan 0 yang lainnya.

Memilih keputusan cash dividend dibandingkan dengan

memilih keputusan tidak membayar dividen (2009-2012).

Memperhatikan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen maka ada 4 dari 6 variabel berpengaruh signifikan yaitu *agency cost*, *size* dan profitabilitas pada tingkat 1% dan likuiditas pada 10% . Evaluasi terhadap koefisien regressi , variabel *size* dan profitabilitas sesuai hipotesisnya positif sedangkan *agency cost* dan likuiditas tidak sesuai dengan hipotesis sebelumnya.

Membandingkan *odd ratio* dari masing-masing variabel pada priode 2009-2012 maka variabel yang paling berpengaruh besar, signifikan dan positif terhadap probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* (model 1a) adalah

size kemudian profitabilitas . Sedangkan yang berpengaruh negatif karena variabel *agency cost* kemudian likuiditas.

Berarti pada pasca krisis 2009-2012 *size* dan profitabilitas emiten merupakan variabel yang menyebabkan perusahaan cenderung memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen. Sebaliknya variabel *agency cost* dan likuiditas merupakan faktor yang menyebabkan emiten cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen.

Memilih keputusan stock dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2009-2012).

Mengamati pengaruh variabel dan kolom *odd ratio* , model 1b tabel 4.10 untuk masing-masing variabel tidak ditemukan yang berpengaruh signifikan terhadap kecenderungan emiten memilih keputusan *stock dividend*.

Memilih keputusan mixed dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2009-2012).

Pada persamaan regresi logistik model 1c ini ada tiga variabel yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan mixed dividend yaitu *agency cost* berpengaruh negatif pada 5% dan tidak sesuai hipotesisnya. Sedangkan *size* dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada 1% sesuai hipotesisnya.

Bila diperhatikan *odd ratio* dari masing-masing variabel pada periode 2009-2012 maka variabel yang paling berpengaruh besar, signifikan dan positif sehingga mendorong perusahaan cenderung memilih keputusan mixed dividend (

model 1c) adalah *size* kemudian profitabilitas dengan besaran *odd ratio* berturut-turut 1,68 dan 1,00. Sedangkan yang berpengaruh negatif signifikan hanya satu variabel yakni *agency cost*.

4.2.2.2 Pembahasan Model Multinomial Logit 2009-2012.

1) Menilai *Goodness of Fit* Model Multinomial Logit (2009-2012).

Untuk menilai ketepatan model regresi multinomial logit diatas pada tabel 4.10 maka digunakan beberapa ukuran (Gujarati,2008):

1.Likelihood Ratio Test (LR-test):

Uji LR menjelaskan secara serentak variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen karena $p=0,000$. Secara keseluruhan akurasi model melakukan prediksi pengelompokkan keputusan dividen sebesar 69,6% (*classification accuracy rate*). Hasil ini > kriteria *the proportional by chance accuracy rate* 58% maka dapat disimpulkan model ini cukup memuaskan.

2.Pseudo R-Square.

Besarnya Pseudo R^2 pada studi ini berturut 30,3% , 37,2% dan 21,4% artinya variabel bebas didalam model multinomial logit ini mampu menjelaskan variasi probabilita perusahaan memilih mengumumkan keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend* atau keputusan *mixed dividen* dibandingkan dengan memilih mengumumkan keputusan tidak membayar dividen pada priode pasca-krisis 2009-2012 sebesar 30,3% , 37,2% dan 21,4% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

3.Deviance χ^2 .

Ukuran ini untuk melihat *overall fit* model dengan data. Pada tabel 4.10 diatas, hasil Chi-square dengan probabilita yang tidak signifikan ($p=1,000$ dan >0.05). Model yang dihasilkan penelitian ini sudah baik karena model ini tidak dapat menolak hipotesis nol : model sesuai atau cocok dengan data empiris. Berarti model sudah fit dengan data.

Memperhatikan hasil test keseluruhan maka secara umum model penelitian ini sudah cukup baik.

2)Pembahasan Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2009-2012.

Pada persamaan regresi logistik model 1a : keputusan cash dividend, bila dibandingkan antara hasil penelitian pada tabel 4.10 dengan 6 variabel yang dihipotesiskan maka ada 2 variabel hasil penelitian yang memiliki tanda koefisien regresi yang sama dengan hipotesis dan pengaruhnya signifikan. Variabel tersebut yaitu *size* (+) **H2** dan profitabilitas (+) **H3** . Sedangkan 2 variabel lain yaitu likuiditas dan *agency cost* hasilnya berbeda, harapan hipotesis positif (+) tetapi hasil penelitian negatif (-). Kemudian 2 variabel lain yakni hutang dan peluang investasi tidak signifikan.

Variabel *agency cost*, meskipun koefisien regresi variabelnya negatif tidak sesuai dengan hipotesis namun signifikan. Ini berarti pada priode setelah krisis ketika *number of common stockholders (agency cost)* di BEI meningkat maka perusahaan cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen dibanding memilih keputusan cash dividend. Hasil penelitian ini memperkuat dugaan kalau

emiten-emiten di pasar modal Indonesia dikuasai oleh *insider ownership*. Sehingga kurang kekhawatiran timbulnya *agency problem* dan perusahaan kurang merasa perlu untuk memilih keputusan membagikan *cash dividend*. Bahkan hasil penelitian ini memberi bukti kalau perusahaan cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen. Konsisten dengan hasil penelitian Porta et al (1998) di negara-negara berkembang termasuk Indonesia dan Al-Malkawi (2008) di Jordan bahwa rendahnya *agency cost* merupakan salah satu bukti penyebab mengapa banyak emiten di BEI enggan membayar dividen.

Tidak ada pengaruh variabel *agency cost* terhadap kecenderungan perusahaan memilih keputusan *stock dividend* (Model 1b) karena sampelnya terlalu kecil yakni 6 event. Tetapi ada pengaruhnya terhadap keputusan *mixed dividend* (model 1c) yakni negatif berarti ketika *agency cost* bertambah berpengaruh terhadap keputusan perusahaan tidak membayar dividen. Penyebabnya karena rendahnya *agency cost* akibat pemegang saham dikuasai oleh *insider ownership*.

Hasil penelitian pada tabel 4.10 mencatat bahwa variabel *size* pada Model 1a dan 1c pengaruhnya sangat signifikan dan tanda koefisien regressinya positif sesuai dengan yang diharapkan (hipotesis **H2**). Berarti semakin besar *size* (*market capitalization*) emiten tertentu maka semakin besar kecenderungan perusahaan akan meningkatkan pilihannya terhadap keputusan *cash dividend* atau keputusan *mixed dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hasil penelitian Fama dan French (2001) dan Al-Malkawi (2008) .

Studi ini memberi bukti kembali sama seperti periode 2005-2008 bahwa pada periode pasca krisis 2009-2012 melalui Model 1a *Multinomial Logit, earning per share* mencerminkan profitability emiten ternyata juga berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap probabilitas emiten memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen. Hasil pengaruh yang positif ini sesuai dengan hipotesis penelitiannya **H3** dan riset terdahulu dari Mirza dan Talat Afza (2014), Al-Malkawi (2008), Fama and French (2001) dan Denis dan Osobov (2008). Searah dengan *the pecking order hypothesis* ((Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984) tentang hirarki pembiayaan.

Pada tabel 4.10 hasil penelitian mencatat bahwa variabel hutang dan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap keputusan perusahaan memilih *cash, stock* dan *mixed dividend* karena besarnya hutang dan peluang investasi pada periode pasca-krisis tidak berubah secara signifikan dibandingkan dengan periode pra-krisis (lihat tabel 4.5). Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan He, et al (2011) tetapi tidak sesuai dengan temuan riset terdahulu seperti Rozeff (1982), Fama & French (2001), Al-Malkawi (2008) dan Denis dan Osobov (2008).

Selanjutnya penelitian ini pada tabel 4.10 mencatat pengaruh likuiditas terhadap Model 1a negatif dan signifikan pada 10% berbeda dengan hipotesa diharapkan positif. Hasil ini menunjukkan emiten disini cenderung memilih keputusan tidak membayar dividend meskipun likuiditasnya meningkat. Kecenderungan ini disebabkan sebagian besar emiten di BEI sama dengan emiten di pasar modal yang sedang tumbuh (emerging market) yaitu emiten-emiten dimana sizenya kecil dengan profitabilitas rendah, peluang investasi tinggi serta

akses memperoleh pembiayaan yang sulit (Kumar and Tsetsekos, 1999; Faccio, et al, 2001). Sehingga ketika laba tinggi tidak dibagikan sebagai dividen tetapi ditahan untuk membiayai peluang investasi dan menjaga likuiditas (Denis dan Osobov, 2008 ; Fama dan French, 2001).

Sedangkan pengaruh variabel likuiditas terhadap Model 1b keputusan *stock dividend* dan Model 1c keputusan *mixed dividend* pada periode 2009-2012 adalah negatif tetapi tidak signifikan. Ketika likuiditas meningkat hasil penelitian ini menjelaskan tidak mempengaruhi emiten di BEI memilih membayar dividen dalam bentuk *stock dividend* maupun *mixed* dibandingkan tidak membayar dividen.

Dengan mengamati odd ratio maka pada periode pasca krisis 2009-2012 variabel yang paling berpengaruh besar, signifikan dan positif terhadap probabilitas emiten memilih keputusan *cash dividend* adalah *size (market capitalization)* kemudian profitabilitas . Sedangkan yang berpengaruh negatif dan signifikan adalah *agency cost* dan likuiditas.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori besarnya *Bird in The Hand Theory* dan *Signalling Theory* serta hasil riset Fama dan French (2001) bahwa *size* dan profitabilitas emiten merupakan faktor yang mendorong kemungkinan perusahaan memilih membayar dividen tunai. Sebaliknya likuiditas dan *agency cost* yang menyebabkan perusahaan enggan membayar dividen dan tidak sesuai dengan *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976) . Hasil penelitian ini didukung oleh hasil studi Kumar and Tsetsekos (1999), Faccio, et al (2001) dan Porta et al (1998) .

Pada pasca krisis tidak ditemukan variabel yang berpengaruh terhadap probabilita emiten memilih keputusan *stock dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen).

Sementara itu, variabel yang paling berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan mixed dividend adalah *size* dan profitabilitas .Sebaliknya tidak ditemukan variabel yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan ini .

4.2.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2012.

4.2.3.1 Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2005-2012.

Tabel 4.11. Hasil Multinomial Logit untuk Uji Pengaruh Karakteristik Emiten Terhadap Probabilita Memilih Keputusan Cash Dividend, Keputusan Stock Dividend, Keputusan Mixed Dividend dibandingkan Memilih Keputusan Tidak membayar Dividend.Seluruh Priode 2005-2012												
Dep.Var:	Model 1a:Keputusan Cash Dividend				Model 1b :Keputusan Stock Dividend				Model 1c :Keputusan Mixed Dividend			
	Koefisien	Prob.	Odd Ratio		Koefisien	Prob.	Odd Ratio		Koefisien	Prob.	Odd Ratio	
Ind.Var.			Nilai	% Pengaruh			Nilai	% Pengaruh			Nilai	% Pengaruh
Intercept	-5.75	0.00			-25.47	0.00			-9.53	0.00		
lnncs	-0.16	0.00*	0.85	-14.90	-0.51	0.02**	0.60	-40.03	-0.34	0.01*	0.71	-28.92
lnmc	0.47	0.00*	1.60	59.63	0.56	0.00*	1.75	75.43	0.52	0.00*	1.68	68.42
eps	0.004	0.00*	1.004	0.377	-0.001	0.63	0.999	-0.132	0.004	0.00*	1.004	0.370
der	-0.07	0.01*	0.93	-6.88	-0.02	0.85	0.98	-1.79	-0.10	0.05**	0.90	-9.62
per	-0.001	0.00*	0.999	-0.128	-0.001	0.63	0.999	-0.083	-0.001	0.35	0.999	-0.122
cr	-0.03	0.01*	0.97	-3.11	0.01	0.81	1.01	0.52	-0.09	0.25	0.91	-8.65
dcris	0.29	0.12	1.33	33.24	17.19	0.00*	29307387.47	2930738647.36	1.76	0.09***	5.83	483.22
Pseudo R-Square				Simultaneous-Test								
Cox and Snell				0.298	Prob. (LR-statistic)				0.000*			
Nagelkerke				0.370								
McFadden				0.215								
Goodness-of-fit (fitting model dengan data)						Classification Accuracy Rate						
Prob. (Deviance)				1.000	Overall Percentage (Percent Correct)				71.0%			

Sumber : Lampiran 2 (hasil olah data dari BEI dan KSEI)

*, **, *** signifikan pada 1%, 5% dan 10%

ncs=number of common stockholder

mc = market capitalization

eps= earning per share

per =price earning ratio

cr = current ratio

dcris= dummy krisis; =1 bila tahun krisis keuangan global dan 0 yang lainnya

Memilih keputusan cash dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2005-2012)

Memperhatikan persamaan regresi logistik model 1a pada tabel 4.11 di atas, dari 7 variabel ada 6 variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yakni *agency cost*, *size*, profitabilitas, hutang, peluang investasi dan likuiditas pada level 1% . Sedangkan dari tidak berpengaruh signifikan

Evaluasi terhadap koefisien regresi , variabel *size* (+), profitabilitas (+), hutang (-), peluang investasi (-) sesuai hipotesisnya sedangkan *agency cost* (-) dan likuiditas (-) tidak sesuai dengan hipotesis sebelumnya. Pembahasan tentang hal ini akan dijelaskan pada bagian pembahasan setelah penjelasan hasil penelitian ini.

Dilihat dari *odd ratio* persamaan regresi logistik model 1a maka variabel yang paling berpengaruh besar, signifikan dan positif terhadap probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* adalah karena *size* kemudian profitabilitas. Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif dan menyebabkan emiten memilih keputusan tidak membayar dividen adalah karena *agency cost*, hutang, likuiditas kemudian peluang investasi.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin meningkat *size* dan *profitability* maka semakin besar probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen dan probabilita tersebut menurun kemudian cenderung memilih keputusan tidak membayar

dividen dengan semakin meningkatnya *agency cost* (*number of common stockholders*), hutang, likuiditas dan peluang investasi.

Memilih keputusan stock dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2005-2012) .

Mengamati persamaan regresi logistik model 1b, hanya ada dua variabel yang mempengaruhi emiten memilih keputusan *stock dividend* secara signifikan yakni *size* (*market capitalization*) dan krisis keuangan. Sedangkan yang berpengaruh signifikan negatif yaitu menyebabkan emiten cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen yaitu karena rendahnya *agency cost*.

Melihat kolom *odd ratio* model 1b tabel 4.11 untuk masing-masing variabel maka yang paling berpengaruh positif, signifikan dan paling besar mendorong perusahaan memilih keputusan *stock dividend* adalah karena krisis keuangan, dan meningkatnya *size*. Sedangkan yang berpengaruh besar, negatif serta signifikan terhadap pilihan keputusan *stock dividend* dan beralih memilih keputusan tidak membayar dividen yakni karena *agency cost* .

Memilih keputusan mixed dividend dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (2005-2012) .

Memperhatikan persamaan regresi logistik model 1c, ada 5 variabel yang mempengaruhi emiten memilih keputusan *mixed dividend* secara signifikan. Berpengaruh positif yakni *size*, profitabilitas dan krisis keuangan. Sedangkan yang berpengaruh signifikan negatif yaitu *agency cost* dan hutang.

Melihat *odd ratio* maka yang paling berpengaruh besar, signifikan dan positif sehingga mendorong perusahaan cenderung memilih keputusan *mixed dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) adalah karena krisis keuangan, *size* kemudian profitabilitas .

Sedangkan variabel yang berpengaruh besar, signifikan dan negatif berarti emiten lebih cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen dibandingkan dengan memilih keputusan *mixed dividend* adalah karena *agency cost* kemudian hutang.

4.2.3.2 Pembahasan Model Multinomial Logit 2005-2012.

1) Menilai *Goodness of Fit* Model Multinomial Logit (2005-2012).

1. Likelihood Ratio Test (LR-test):

Uji LR pada regresi multinomial adalah semacam uji F pada model regresi linear. Karena nilai $p=0,000$ maka secara bersama-sama variabel prediktor atau paling tidak 1 variabel tersebut mempengaruhi probabilitas emiten memilih mengumumkan keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend* atau keputusan *mixed dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen (sebagai *base-category*) pada periode 2005-2012. Kemudian tabel 4.11 pada bagian bawah kanan juga menunjukkan secara keseluruhan akurasi model melakukan prediksi pengelompokan keputusan dividen sebesar 71,0% (*classification accuracy rate*). Karena *classification accuracy rate* 71,0% > kriteria *the proportional by chance accuracy rate* 59% maka dapat disimpulkan model ini cukup memuaskan.

2.Pseudo R-Square.

Untuk regresi multinomial logit, ukuran koefisien determinasi menggunakan Pseudo R² Cox and Snell, Nagelkerke dan SizeFadden. Besarnya Pseudo R² pada studi ini berturut 29,8% , 37% dan 21,5% artinya variabel bebas didalam model multinomial logit mampu menjelaskan variasi pada probabilita perusahaan memilih keputusan *cash dividend*, memilih keputusan *stock dividend* atau memilih keputusan *mixed dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) sebesar 29,8%, 37% dan 21,5% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

3.Deviance χ^2 .

Selain Pseudo R² untuk mengetahui *Goodness of fit* atau seberapa baik model regresi multinomial logit maka biasa juga digunakan ukuran *Deviance*. Ukuran ini untuk melihat *overall fit* model dengan data. Hasilnya *Chi-square* dengan probabilita yang tidak signifikan ($p=1,000$ dan >0.05). Berarti model sudah *fit* dengan data.

Memperhatikan semua hasil test diatas. Kemudian hasil uji-t partial, meskipun ada variabel bebas yang tidak signifikan akan tetapi ada beberapa yang signifikan dan yang lebih penting lagi secara bersama-sama (Gujarati,2008) seluruh variabel bebas atau paling tidak satu variabel tersebut signifikan seperti yang ditunjukkan hasil *LR-test* diatas. Secara umum model penelitian ini sudah cukup baik dan dapat digunakan untuk pengujian hipotesis, prediksi dan menjelaskan peristiwa atau fenomena penelitian ini.

2) Pembahasan Hasil Penelitian Model Multinomial Logit 2005-2012.

Pada tabel 4.11, Model 1a koefisien regresi variabel *agency cost* negatif tidak sesuai dengan hipotesis **H1** namun signifikan. Ini berarti untuk periode keseluruhan pengamatan 2005-2012 ketika *agency cost* di BEI meningkat maka perusahaan cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen dibanding memilih keputusan *cash dividend*.

Kecenderungan memilih keputusan tidak membayar dividen menunjukkan pemegang saham perusahaan-perusahaan di BEI mayoritas dikuasai pemegang saham keluarga atau kelompok perusahaan (*insiders ownership*). Sehingga kurang kekhawatiran timbulnya *agency problem*. Akibatnya merasa kurang perlu untuk memilih keputusan membagikan *cash dividend* bahkan cenderung memilih keputusan tidak membayar dividen. Pengaruh *agency cost* negatif sesuai dengan hasil Porta et al (1998) dan Al-Malkawi (2008) di *emerging market* dan tidak sesuai dengan *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976).

Pengaruh variabel *agency cost* pada Model 1b terhadap keputusan *stock dividend* dan Model 1c terhadap keputusan *mixed dividend* diperoleh hasil tanda koefisien regresi negatif berbeda dengan hipotesis **H1** tetapi signifikan. Hasil ini mendukung dan konsisten dengan pengaruh *agency cost* pada keputusan *cash dividend* model 1a diatas. Oleh karenanya semakin kuat dugaan adanya kecenderungan emiten memilih keputusan tidak membayar dividen karena *agency*

cost yakni rendahnya agency cost sebab pemegang saham dikuasai mayoritas *insider ownership*.

Hasil penelitian ini pada tabel 4.11 membuktikan bahwa variabel *size* Model 1a,1b dan 1c untuk keseluruhan periode, pengaruhnya sangat signifikan dan tanda koefisien regressinya positif sesuai dengan yang diharapkan (hipotesis). Berarti kapitalisasi pasar saham (*size*) perusahaan merupakan salah satu yang menentukan emiten memilih keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend* atau keputusan *mixed dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividend. Pengaruh *size* yang positif ini sesuai dengan hasil penelitian Fama dan French (2001) dan Al-Malkawi (2008). Kemudian pembayaran dividen dianggap sebagai salah satu cara mengatasi *agency problem* (Jensen and Meckling, 1976) yang timbul karena semakin besarnya *size* perusahaan.

Studi ini memberi bukti kembali sama seperti periode pra krisis, periode pasca krisis maka pada periode keseluruhan 2005-2012 melalui Model 1a multinomial logit, profitabilitas ternyata juga berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap probabilitas emiten memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen. Dengan perkataan lain, kondisi profitabilitas perusahaan merupakan salah satu faktor yang memotivasi mengapa emiten memutuskan membayar dividen tunai. Hasil ini sesuai dengan hipotesis penelitian ini **H3** dan riset terdahulu dari Mirza dan Talat Afza (2014), Al-Malkawi (2008), Fama and French (2001) dan Denis dan Osobov (2008). Sesuai dengan *the pecking order hypothesis* ((Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984) tentang hirarki pembiayaan.

Sedangkan pengaruh profitabilitas pada Model 1b terhadap keputusan *stock dividend* negatif tidak signifikan. Penyebabnya yakni ketika ada kenaikan profitabilitas hanya sedikit saja emiten yang memilih keputusan stock dividen dan sebagian besar memilih keputusan cash dividend. Sedikitnya emiten memilih keputusan stock dividend sebab peluang investasi yang semakin menurun pasca krisis serta laba operasi lebih banyak dipakai untuk membayar bunga karena hutang yang semakin meningkat (lihat tabel 4.4). Akibatnya emiten tidak tertarik membayar dividen dengan *stock* tetapi merasa lebih tepat tidak membayar dividen.

Pada tabel 4.11 juga mencatat pada keseluruhan periode 2005-2012 ada variabel lain yang cukup penting berpengaruh terhadap Model 1a: memilih keputusan *cash dividend* yaitu kondisi *Solvency (debt to equity/H₄)* perusahaan. Koefisien regresi logistik variabel ini negatif sesuai harapan hipotesisnya (H₄) dan signifikan pada 1%. Hasil studi ini memperkuat dan konsisten dengan hasil penelitian pra krisis 2005-2008, membayar hutang menurunkan keinginan perusahaan membayar dividen tunai bahkan mendorong emiten tidak membayar dividen.

Sedangkan pengaruh hutang terhadap keputusan *stock dividend* untuk periode 2005-2012 adalah negatif tidak signifikan. Berbeda dengan pengaruh hutang terhadap keputusan *mixed dividend* hasilnya konsisten negatif dan signifikan. Hasil tersebut konsisten dengan hipotesis penelitian ini **H4**. Ketika hutang perusahaan meningkat maka laba operasi sebagian besar akan digunakan untuk membayar bunga hutang. Sehingga laba ditahan dan kas perusahaan

berkurang. Akibatnya akan menurunkan kemampuan perusahaan memberikan *mixed dividend* (kombinasi *stock dividend* dengan *cash dividend*) dan beralih memilih keputusan tidak membayar dividen.

Dari tabel 4.11 diatas, penelitian ini membuktikan bahwa *investment opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kemungkinan perusahaan memilih keputusan *cash dividend* (Model 1a). Hasil tersebut konsisten dengan hipotesis penelitian ini **H5** dan penelitian terdahulu yang mencatat adanya penurunan yang signifikan terhadap probabilita perusahaan membayar dividen kas akibat meningkatnya peluang investasi (Rozeff ,1982; Fama & French,2001; Al-Malkawi,2008) dan Denis dan Osobov (2008).

Sementara itu pengaruh peluang investasi terhadap keputusan *stock dividend* (Model 1b) dan keputusan *mixed dividend* (Model 1c) tidak signifikan meskipun tanda koefisien konsisten negatif

Kemudian penelitian ini pada tabel 4.11 mencatat pengaruh likuiditas terhadap keputusan *cash dividen* (Model 1a) negatif dan signifikan pada 1% berbeda dengan hipotesa **H6** diharapkan positif. Interpretasi hasil tersebut berarti ketika meningkat likuiditas perusahaan, perusahaan bukan meningkatkan kemungkinan memilih keputusan *cash dividend* seperti yang diharapkan hipotesis. Bahkan menurunkan kemungkinan membayar dividen tunai dan ada kecenderug beralih memilih keputusan tidak membayar dividend. Penurunan ini disebabkan sebagian besar emiten di BEI yaitu emiten-emiten dimana *sizenya* kecil dengan profitabilitas rendah , peluang investasi tinggi serta akses memperoleh pembiayaan yang sulit (Kumar and Tsetsekos, 1999; Faccio,et al,2001). Jadi

ketika laba meningkat, tidak dibagikan sebagai dividen tunai tetapi ditahan untuk membiayai peluang investasi dan menjaga likuiditas (Denis dan Osobov,2008 ; Fama dan French,2001).

Sedangkan pengaruh variabel *cr* (likuiditas) terhadap keputusan *stock dividend* (Model 1b) dan keputusan *mixed dividend* (Model 1c) pada priode keseluruhan 2005-2012 adalah negatif tetapi tidak signifikan. Ketika likuiditas meningkat hasil penelitian ini menjelaskan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara probabilita emiten di BEI memilih membayar dividen dalam bentuk *stock dividend* maupun *mixed* dibandingkan tidak membayar dividen.

Bila pembahasan hasil penelitian menggunakan *odd ratio* maka pada priode keseluruhan 2005-2012 variabel yang paling berpengaruh besar, positif dan signifikan terhadap probabilita emiten memilih keputusan *cash dividend* (dibandingkan dengan memilih keputusan tidak membayar dividen) adalah *size* dan profitabilitas. Sedangkan yang berpengaruh negatif terbesar dan signifikan adalah karena *agency cost*, bayar hutang, menjaga likuiditas dan peluang investasi .

Hasil penelitian keseluruhan priode 2005-2012 ini sesuai dengan hipotesisnya dan hasil riset Fama dan French (2001) bahwa *size* dan profitabilitas emiten merupakan faktor pendorong atau *signal* yang dikirim perusahaan mengapa memilih membayar dividen tunai sesuai dengan *Bird in The Hand Theory* dan *Signalling Theory* (Lintner,1956). Sebaliknya *agency cost*, hutang, likuiditas, peluang investasi yang menyebabkan perusahaan enggan membayar dividen. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil studi Aivazian,et al (2006),Kumar and

Tsetsekos (1999), Faccio, et al (2001) , Porta et al (1998) dan teori besarnya *Residual Dividend Theory* serta *Signalling Theory*.

Masih pada periode 2005-2012 maka variabel yang paling berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan perusahaan memilih membayar dividen dalam bentuk *stock dividend* yakni karena krisis dan *size* . Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif signifikan dan cenderung memilih keputusan tidak bayar dividen yakni karena *agency cost*.

Krisis keuangan berpengaruh positif berarti pada saat krisis banyak emiten yang mengalami kesulitan likuiditas, profitabilitas yang rendah serta hutang yang tinggi. Akibatnya perusahaan pada saat itu karena ingin tetap mempertahankan membayar dividen maka pilihannya adalah memberi *stock dividend* dibandingkan dengan tidak membayar. Konsisten dengan pendapat Lintner (1956) mengenai adanya *conservatism* perusahaan didalam kebijakan dividen.

Sedangkan meningkatnya *size* berpengaruh positif terhadap keputusan perusahaan membayar *stock dividend* (model 1b) karena perusahaan pada saat itu ingin tetap memberikan dividen maka dipilih *stock dividend* sebagai substitusi cash. Hasil ini didukung penelitian sebelumnya penelitiannya Lakonishok dan Lev (1987) .

Selanjutnya variabel yang paling berpengaruh besar, positif dan signifikan sehingga mendorong perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* (Model 1c) yakni karena krisis keuangan , *size* dan *profitability*. Karena pada saat krisis maupun pasca krisis meskipun likuiditas menurun tetapi profitabilitas dan kapitalisasi pasar perusahaan meningkat (lihat tabel 4.4). Pada kondisi seperti

diatas sulit bagi emiten mengambil keputusan tidak memberikan dividen, khawatir akan mendapatkan respon pasar yang negatif. Perusahaan memberikan *stock dividend* sebagai tambahan atas pemberian *cash dividend* yang dirasakan rendah . Hasil riset ini didukung penelitiannya Lakonishok dan Lev (1987) .

Sementara itu, variabel yang paling berpengaruh besar, negatif dan signifikan menurunkan kecenderungan emiten tidak memilih keputusan *mixed dividend* bahkan merasa lebih baik memilih keputusan tidak membayar dividen (Model 1c) adalah karena variabel *agency cost* kemudian karena bayar hutang.

Berdasarkan pembahasan diatas, disusun matrik sebagai rekapitulasi seperti terdapat pada tabel 4.12 dibawah ini :

Tabel 4.12 Matrik Rekapitulasi Model Multinomial Logit

No.	Hipotesis dan Hasil yang Diharapkan			Hasil Penelitian								
				2005-2008			2009-2012			2005-2012		
				(Pra-Krisis)			(Pasca-Krisis)			(Priode Keseluruhan)		
				Model 1a	Model 1b	Model 1c	Model 1a	Model 1b	Model 1c	Model 1a	Model 1b	Model 1c
1	Agency Cost (number of common stockholder)	H1	+	- sig	- sig	- not sig	- sig	- not sig	- sig	- sig	- sig	- sig
2	Size (market capitalization)	H2	+	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ not sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig
3	Profitability (earning per share)	H3	+	+ sig	+ not sig	+ not sig	+ sig	+ not sig	+ sig	+ sig	- not sig	+ sig
4	Insolvability (debt to equity ratio)	H4	-	- sig	- not sig	- not sig	- not sig	- not sig	- not sig	- sig	- not sig	- sig
5	Investment Opportunity (price earning ratio)	H5- Cash Div (1a)	-	- sig			- not sig			- sig		
		H5-Stock/Mixed Div (1b & 1c)	+		- not sig	- not sig		-not sig	- not sig		- not sig	- not sig
6	Likuiditas (current ratio)	H6	+	- sig	+ not sig	- not sig	- sig	- not sig	- not sig	- sig	+ not sig	- not sig
7	Prob. (LR-Statistic) - Simultaneous Test			sig.			sig.			sig.		

Sumber : tabel 4.9, tabel 4.10 dan tabel 4.11

Berdasarkan tabel 4.12 matrik rekapitulasi diatas dan hasil pembahasan sebelumnya maka hasil dari model logit dapat disimpulkan sebagai berikut :

- 1) Seluruh variabel prediktor diatas secara parsial signifikan pengaruhnya terhadap **keputusan *cash dividend*** untuk ketiga priode yakni pra-krisis 2005-

2008 , pasca-krisis 2009-2012 dan keseluruhan priode 2005-2012 kecuali hutang dan peluang investasi tidak signifikan pada saat pasca-krisis. Namun secara simultan seluruh variabel atau sekurang-kurangnya 1 variabel prediktornya berpengaruh signifikan terhadap keputusan *cash dividend* untuk ketiga periode. Hasil penelitian ini konsisten dengan *Signalling Theory*, *Bird in The Hand Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Kemudian faktor yang paling menentukan probabilita perusahaan memilih keputusan *cash dividend* adalah karena *size* dan profitabilitas emiten.

- 2) Pengamatan pada ketiga priode, kecenderungan perusahaan memilih keputusan *stock dividend* secara parsial hanya dipengaruhi oleh dua variabel saja yang signifikan pada priode pra-krisis 2005-2008 dan priode keseluruhan 2005-2012. Variabel tersebut yaitu *agency cost* berpengaruh negatif dan *size* berpengaruh positif . Sedangkan pada pasca-krisis tidak ada variabel prediktor yang berpengaruh signifikan. Namun secara simultan seluruh variabel atau sekurang-kurangnya 1 variabel prediktor berpengaruh signifikan terhadap keputusan *stock dividend* pada masing-masing periode. Hasil riset ini konsisten dengan *Signalling Theory* , *Bird in The Hand Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Selanjutnya faktor yang paling menentukan probabilita perusahaan memilih keputusan *stock dividend* adalah variabel *size*.
- 3) Meneliti ketiga priode, kecenderungan perusahaan memilih keputusan mixed dividend secara parsial untuk priode pra-krisis hanya dipengaruhi oleh variabel *size* saja yang signifikan positif . Pada priode pasca-krisis 2009-2012 dan priode keseluruhan 2005-2012 yang berpengaruh signifikan yaitu *agency*

cost berpengaruh negatif dan *size* beserta *profitability* berpengaruh positif. Sedangkan variabel hutang hanya berpengaruh signifikan negatif pada periode 2005-2012. Namun secara simultan seluruh variabel atau paling tidak 1 variabel prediktornya berpengaruh signifikan terhadap keputusan *mixed dividend* pada masing-masing periode. Konsisten dengan *Signalling Theory*, *Bird in The Hand Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Kemudian faktor yang paling menentukan probabilitas perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* adalah *size* dan profitabilitas emiten.

4.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model *Event Study* .

4.3.1 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model *Event Study* 2005-2008.

Umumnya perusahaan ketika memilih keputusan dividen mengharapkan respon pasar yang positif. Respon pasar positif dapat dilihat dari peningkatan harga saham emiten di bursa (Brealey, et al,2014) dan respon tersebut terjadi bila pengumuman keputusan dividen yang diambil memiliki *information content*(Petit,1972; Aharony dan Swary,1980). Pengumuman dividen oleh perusahaan yang memiliki *information content* akan mempengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi. Sebab event tersebut mengandung nilai ekonomis yang dapat mengubah harga saham perusahaan.

Oleh karena itu , reaksi pasar oleh perusahaan dijadikan sebagai indikator untuk mengevaluasi keputusan dividen sebagai bentuk komunikasi antara perusahaan dengan investor sudah efektif atau belum. Komunikasi dianggap efektif bila investor memahami dengan benar , pesan yang ingin disampaikan

perusahaan melalui keputusan dividennya. Kemudian memberikan respon sesuai dengan yang diharapkan emiten . Untuk mendapatkan respon positif tadi maka perusahaan dituntut mampu memberikan sinyal yang valid. Sebab sinyal yang valid merupakan informasi yang bernilai ekonomis.

4.3.1.1 Hasil Penelitian Model *Event Study* 2005-2008 .

(Uji Reaksi Pasar atau *Information Content*)

Hipotesis tentang reaksi pasar yang dinyatakan pada bagian 2.3 selanjutnya akan diuji dengan menggunakan *Event Study* . Hasil uji untuk priode 2005-2008 disajikan pada tabel 4.13 berikut dibawah ini.

Tabel 4.13										
Reaksi Pasar (Kandungan Informasi) Pengumuman Keputusan Dividen Pra-Krisis 2005-2008										
t ₀ (sub-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0011	220 : 235	1.19	0.23	0.66	0.51	0.55	0.58	0.90	0.37
Keputusan Cash Dividend	-0.0003	182 : 159	-1.33	0.18	-0.65	0.52	2.54	0.01*	2.81	0.00*
Keputusan Stock Dividend	-0.0017	4:02	-0.23	0.82	-0.55	0.58	0.48	0.63	1.24	0.21
Keputusan Mixed Dividend	0.0216	8:06	2.53	0.01*	1.70	0.09***	2.40	0.02**	1.62	0.11
t-1,t ₀ ,t+1 (sub-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0081	231 : 224	2.55	0.01*	1.41	0.16	1.22	0.22	1.93	0.05**
Keputusan Cash Dividend	0.0104	180 : 161	3.41	0.00*	1.91	0.06***	3.31	0.00*	2.60	0.01*
Keputusan Stock Dividend	0.0227	5:01	0.90	0.37	2.08	0.04**	1.74	0.08***	2.07	0.04**
Keputusan Mixed Dividend	0.0093	10:04	0.65	0.52	0.85	0.40	0.26	0.80	2.73	0.01*
t-5,t ₀ ,t+5 (main-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0184	231 : 224	2.77	0.01*	1.78	0.07***	0.90	0.37	1.93	0.05**
Keputusan Cash Dividend	0.0258	194 : 147	10.87	0.00*	1.51	0.13	3.02	0.00*	4.12	0.00*
Keputusan Stock Dividend	0.0600	4:02	1.27	0.20	1.83	0.07***	2.27	0.02**	1.24	0.21
Keputusan Mixed Dividend	0.0478	9:05	1.06	0.29	0.98	0.33	1.39	0.16	2.17	0.03**

Sumber: Lampiran 3 (hasil olah data dari BEI)

*,**,*** Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Tabel 4.13 diatas merupakan ringkasan hasil penelitian untuk menjelaskan bagaimana respon pasar yang diukur dengan cummulative average abnormal

return (CAAR) akibat keputusan cash dividend, keputusan stock dividend, keputusan mixed dividend, dan keputusan tidak membayar dividen yang dipilih emiten pada periode pra-krisis (2005-2008).

Pengujian reaksi pasar akibat pengumuman dividen dilakukan dengan membandingkan nilai ρ dibandingkan dengan nilai α . Uji signifikansi variabel keputusan dividen dilakukan untuk nilai t waktu 1(satu) hari pada saat tanggal pengumuman (t_0), 3(tiga) hari pada saat $t-1, t_0$ dan $t+1$ dan 11 hari dari $t-5$ sampai dengan $t+5$. Bila α probabilitas $>0,05$, menerima H_0 maka tidak signifikan (tidak ada respon pasar atau respon pasar negatif) demikian pula sebaliknya. Kesimpulan untuk masing-masing keputusan ditetapkan berdasarkan *main event window* $t-5, t_0$ dan $t+5$ merujuk penelitian Kothari (2006), Setiawan dan Jogiyanto (2003), Zainafree (2005), Serang(2009) serta Brown dan Warner (1985).

Uji signifikansi dilakukan dengan uji parametrik standar : uji patell-z untuk mengatasi uji t-cross section yang rawan terhadap *event-induced volatility* dengan melakukan standarisasi *the event window's ARs* dan uji boehmer untuk mengatasi *event-induced volatility changes* (Patell,1976; Boehmer, Musumeci and Poulsen.1991). Untuk meningkatkan kekuatan hasil uji parametrik maka banyak penelitian yang melengkapinya dengan pengujian non-parametrik: corrado-rank test dan cowan-sign test (Dutta,2014) .

Pengumuman keputusan tidak membayar dividen

Pengujian respon pasar (*information content*) akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen periode pra-krisis 2005-2008 pada tabel 4.13 diatas

menunjukkan bahwa investor memberikan respon pasar (CAAR) positif sebesar 0,11% pada saat pengumuman itu dilakukan (t_0) tetapi respon positif tersebut tidak signifikan untuk seluruh jenis uji berarti H_a ditolak. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai p -value $> 0,05$ untuk semua hasil uji baik parametrik seperti uji patell-z dan uji boehmer maupun uji non-parametric seperti corrado dan sign test.

Namun pada pengamatan yang lebih panjang yaitu *sub-event window* 3(tiga) hari pada saat $t-1, t_0$ dan $t+1$ investor bereaksi positif signifikan dengan menikmati cumulative average abnormal return (CAAR) sebesar 0,81%. Hasil tersebut signifikan pada tingkat 1% dengan uji patell-z *standardized* dan signifikan pada level 5% dengan uji sign-test.

Bila pengamatan dilakukan pada seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari dari $t-5, t_0$ sampai dengan $t+5$ hasilnya juga menunjukkan bahwa investor memberikan respon pasar positif yang ditunjukkan dengan CAAR sebesar 1,84%. Respon pasar tersebut signifikan pada tingkat 1% dengan uji patell-z *standardized* dengan p -value 1%, signifikan pada 10% dengan uji boehmer dan signifikan pada level 5% dengan uji sign-test.

Pengumuman keputusan cash dividend

Pada priode krisis, uji terhadap pengumuman keputusan cash dividend, saat pengumuman (t_0) reaksi investor adalah negatif 0,03% dan signifikan pada level 1% menggunakan uji corrado-rank dan sign-test.

Tetapi reaksi pasar tersebut berubah menjadi positif bila pengamatan diperpanjang yaitu dengan *sub-event window* 3(tiga) hari $t-1, t_0$ dan $t+1$ diperoleh CAAR 1,04%

dan dengan mengamati pada seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari dari $t-5$, t_0 sampai dengan $t+5$ CAAR menjadi 2,58%. Pada saat krisis respon pasar pada ke dua event-window tersebut tidak hanya positif tetapi juga signifikan bahkan pada tingkat 1% untuk hampir semua uji parametrik maupun non-parametrik.

Mengamati hasil penelitian diatas secara menyeluruh khususnya pada *main event window* $t-5, t_0$ dan $t+5$ dapat disimpulkan bahwa pasar memberikan reaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan cash dividen oleh perusahaan. Hasil uji ini sesuai dengan hasil yang diharapkan dari hipotesis yang dibangun **H7**. Oleh pasar keputusan tersebut dipandang mengandung informasi. Investor menganggap keputusan tersebut memberikan sinyal bahwa perusahaan sehat dan mampu menghadapi krisis keuangan global dan ke depan masih mampu membayar dividen.

Pengumuman keputusan stock dividend

Pengujian terhadap keputusan stock dividend, pada saat diumumkan (t_0) menunjukkan pasar bereaksi negatif tetapi tidak signifikan. Pada tabel 4.13 untuk keputusan ini, semua alat uji baik parametrik maupun non-parametrik nilai p-value $> 0,05$. Keadaan ini menunjukkan pada saat diumumkan tersebut pasar belum merespon atas keputusan tadi. Sedangkan pada pengujian cumulative abnormal return selama 3 hari $t-1, t_0$ dan $t+1$ dan 11 hari $t-5, t_0$ sampai dengan $t+5$ pasar kemudian memberikan respon positif 2,27% untuk 3 hari dan 6% untuk 11

hari. Ketika diuji, reaksi pasar tersebut secara umum signifikan pada tingkat 5% dan 10%.

Secara menyeluruh dan khususnya pada *main event window* t-5, t₀ dan t+5 dapat dikatakan bahwa pasar memberi respon pasar yang positif dan signifikan akibat keputusan stock dividend yang diumumkan perusahaan. Hasil ini sesuai dengan dugaan hipotesis **H8** mengenai hal ini. Pasar bereaksi positif karena mempercayai kandungan informasi yang mendukung pemilihan pengumuman keputusan tersebut.

Pengumuman keputusan *mixed dividend*

Mengamati hasil uji respon pasar (*information content*) akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* pada periode pra-krisis menunjukkan bahwa investor memberikan respon pasar (CAAR) positif sebesar 2,16% pada saat pengumuman (t₀) dan signifikan pada tingkat 1% dengan uji patell ,5% dengan uji corrado-rank dan 10% dengan uji boehmer. Untuk periode *sub-event window* 3(tiga) hari, respon pasar positif sebesar 0,93% dan signifikan menurut uji sign-test pada tingkat 1%. Bila periode pengamatan diperpanjang yakni seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari dari t-5 ,t₀ sampai dengan t+5. respon pasar meningkat positif dengan cummulative average abnormal return sebesar 4,78% dan signifikan pada level 5% dengan sign-test (non-parametrik).

Berdasarkan penjelasan diatas , disimpulkan bahwa pasar bereaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* oleh emiten . Investor yakin pengumuman diatas memiliki kandungan informasi dari dalam perusahaan

yang mendukung. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis penelitian **H9** tentang reaksi pasar akibat pengumuman keputusan mixed dividend.

4.3.1.2 Pembahasan Model *Event Study* 2005-2008.

Hasil penelitian tabel 4.13 mencatat pada priode pra-krisis 2005-2008 bahwa pasar bereaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividend, keputusan cash dividend, keputusan stock dividend dan keputusan mixed dividend oleh emiten .

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen.

Khusus untuk priode masa krisis , reaksi pasar keseluruhan adalah positif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen oleh perusahaan. Peristiwa tersebut dianggap investor sebagai kabar baik (good news). Meskipun krisis perusahaan dianggap memiliki prospektif baik karena memilih keputusan tidak membayar dividen tersebut dengan alasan untuk membiayai meningkatnya peluang investasi, mau membayar bunga dan pokok kenaikan hutang dan menjaga likuiditas seperti yang ditunjukkan hasil kesimpulan model regresi multinomial logit pada priode yang sama.

Reaksi pasar yang positif dan signifikan pada studi ini , tidak hanya konsisten dengan hipotesisnya **H10** dan *Signalling Theory* tetapi juga didukung hasil penelitian He,et al (2001) kemudian Baker dan Wurgler (2004a) yang mencatat bahwa reaksi pasar adalah positif untuk emiten yang memilih keputusan yang

tidak membayar dividen (non-payers) karena perusahaan tersebut mengalokasikan dananya untuk investasi dan penggunaan yang lebih baik. .

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *cash dividend*.

Pada saat krisis, reaksi pasar juga positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *cash dividend* oleh emiten. Respon pasar positif karena keputusan diatas merupakan signal yang ingin disampaikan emiten kepada investor bahwa keputusan yang diambil pada saat krisis tersebut didukung oleh meningkatnya *size (market capitalization)* atau likuiditas sahamnya di pasar serta profitabilitas emiten (lihat hasil logit).

Menurut investor, pengumuman tersebut mengandung informasi yaitu prospek perusahaan yang semakin baik dimasa mendatang. Kedepan investor yakin perusahaan dianggap tetap mampu membayar dividen serta resiko saham emiten kecil karena likuiditas sahamnya baik.

Hasil studi ini mencatat adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan , disamping konsisten dengan hipotesisnya dan teori besar *Signalling Theory* tetapi juga konsisten dengan hasil penelitian Bhattacharya (1979), Aharony dan Swary (1980) , Aamir dan Shah (2011) di Pakistan, Mahmood et al (2011) dan Bhatia (2010).

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *stock dividend*.

Hasil event study, menunjukkan reaksi pasar juga positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan stock dividend oleh emiten. Hasil multinomial logit menunjukkan kecenderungan emiten memilih keputusan *stock dividend* karena alasan krisis dan meningkatnya *size* (market capitalization). Ketika *size* meningkat, perusahaan cenderung memilih keputusan stock dividend karena ingin menahan labanya untuk membiayai capital expenditure peluang investasi. Namun pada saat yang sama juga ingin tetap membuat sejahtera pemegang saham dengan memberikan dividen yakni dalam bentuk *stock dividend* sebagai substitusi *cash dividend*.

Hasil ini konsisten dengan hipotesis penelitiannya **H8** dan hasil penelitian terdahulu dari He, et al (2001), Wang, et al (2012), Akbar dan Baig (2010), Pathirawasam (2009) dan Mishra (2005) serta *Signalling Theory*.

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *mixed dividend*.

Reaksi pasar positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* menunjukkan bahwa event tersebut memiliki kandungan informasi yang mendukung keputusan tersebut. Berdasarkan hasil odd ratio model logit diperoleh informasi bahwa yang mendorong perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* sama dengan keputusan stock dividend diatas adalah karena meningkatnya kapitalisasi pasar (*size*) yang besar.

Ketika *size* meningkat, keputusan perusahaan memberikan *mixed dividend* (*stock+cash*) dianggap tepat karena menahan laba dipakai untuk ekspansi, substitusi *cash dividend* atau tambahan atas *cash dividend* yang dirasakan rendah.

Jadi ada informasi tentang kondisi internal perusahaan yang mendukung dibalik keputusan *mixed dividend* inilah yang menyebabkan timbulnya reaksi pasar yang positif dan signifikan diatas.

Hasil ini konsisten dengan hipotesis penelitiannya **H9** dan hasil penelitian terdahulu dari He, et al (2001) dan Akbar dan Baig (2010).

4.3.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan *Event Study* 2009-2012.

4.3.2.1 Hasil Penelitian Model *Event Study* 2009-2012.

(Uji Reaksi Pasar atau *Information Content*)

Hipotesis tentang reaksi pasar selanjutnya akan diuji dengan menggunakan *Event Study*. Hasil uji disajikan pada tabel 4.14 berikut dibawah ini.

Tabel 4.14										
Reaksi Pasar (Kandungan Informasi) Pengumuman Keputusan Dividen Pasca-Krisis 2009-2012										
t ₀ (sub-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0047	186 : 201	2.55	0.01*	1.88	0.06***	1.79	0.07***	1.68	0.09***
Keputusan Cash Dividend	0.0003	173 : 226	0.93	0.35	0.41	0.68	-0.51	0.61	0.17	0.87
Keputusan Stock Dividend	0.0113	2:04	1.03	0.30	0.86	0.39	-0.24	0.81	-0.03	0.97
Keputusan Mixed Dividend	0.0060	14:10	0.88	0.38	0.66	0.51	1.02	0.31	1.83	0.07***
t-1,t ₀ ,t+1 (sub-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0036	187 : 200	-0.32	0.75	-0.13	0.90	-0.02	0.98	1.78	0.08***
Keputusan Cash Dividend	0.0064	204 : 195	3.32	0.00*	1.62	0.10***	1.67	0.09***	3.31	0.00*
Keputusan Stock Dividend	0.0005	3:03	0.10	0.92	0.13	0.90	-0.22	0.82	0.83	0.41
Keputusan Mixed Dividend	0.0076	11:13	0.50	0.62	0.42	0.67	0.92	0.36	0.58	0.56
t-5,t ₀ ,t+5 (main-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	-0.0035	165 : 222	-0.92	0.36	-0.56	0.57	-0.71	0.47	-0.48	0.63
Keputusan Cash Dividend	0.0065	204 : 195	2.14	0.03**	1.51	0.13	1.13	0.26	3.31	0.00*
Keputusan Stock Dividend	0.1729	4:02	3.28	0.00*	1.48	0.14	0.72	0.47	1.69	0.09***
Keputusan Mixed Dividend	0.0255	13:11	2.39	0.02**	0.92	0.36	1.46	0.15	1.41	0.16

Sumber: Lampiran 3 (hasil olah data dari BEI)

*,**,*** Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Pengumuman keputusan tidak membayar dividen

Tabel 4.14 diatas menunjukkan pasar memberikan reaksi positif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen periode pasca-krisis 2009-2012 dengan return sebesar 0,47% pada saat pengumuman itu dilakukan (t_0). Respon tersebut signifikan pada tingkat 1% dengan uji patell-z dan 10% dengan uji boehmer, corrado-rank dan sign-test.. Bila pengamatan diperpanjang yaitu *sub-event window* 3(tiga) hari masih signifikan dengan sign-test meskipun di 10%. Tetapi di *main event-window* 11 hari terlihat reaksi pasar tidak signifikan prob > 0.05. Berarti dugaan hipotesis alternatif **H10 reaksi pasar positif** ditolak dan menerima H_0 bahwa reaksi pasar negatif. Tidak ada hasil uji yang signifikan. Berarti reaksi pasar sudah tidak ada lagi pada periode t+5 dan investor tidak menggunakan informasi pengumuman keputusan tidak membayar dividen untuk mengambil keputusan investasi . Investor melakukan ini untuk menghindari *capital loss* yang berkepanjangan.

Pasca-krisis 2009-2012 , pada main event window t-5 sampai dengan t+5 dapat disimpulkan bahwa pasar memberikan reaksi negatif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen oleh emiten.

Pengumuman keputusan cash dividend

Pengujian terhadap pengumuman keputusan *cash dividend* pasca-krisis 2009-2012, pada saat pengumuman (t_0) reaksi investor adalah positif 0,03% dan tidak ada hasil uji yang signifikan. Tetapi reaksi pasar tersebut menjadi signifikan baik dengan parametrik maupun non-parametrik dan respon tadi meningkat bila

pengamatan diperpanjang yaitu dengan *sub-event window* 3(tiga) hari dengan CAAR 0,64% dan dengan pengamatan pada seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari CAAR 0,65%. Dan respon pasar akibat pengumuman keputusan cash dividend juga lebih besar pada saat krisis (2,58%) dibandingkan pasca-krisis (0,65%). Hasil ini sesuai hasil studi Bozos et al (2011).

Bila diambil kesimpulan maka pasar memberikan reaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *cash dividen* oleh perusahaan. Hasil uji ini sesuai dengan hasil yang diharapkan dari hipotesis **H7** . Respon pasar timbul karena keputusan tersebut dipandang memiliki *information content of dividend* oleh investor.

Pengumuman keputusan stock dividend

Pengujian terhadap keputusan *stock dividend*, pada saat diumumkan (t_0) pasar bereaksi positif 1,13% dan pada priode pengamatan 3 hari reaksinya 0,05% tetapi reaksi tersebut tidak signifikan dengan semua uji yang ada. Berarti pasar belum merespon atas keputusan tadi . Sedangkan pada pengujian *cumulative abnormal return* selama 11 hari $t-5$, t_0 sampai dengan $t+5$ pasar kemudian memberikan respon positif 17,29%. Ketika diuji, reaksi pasar tersebut secara umum signifikan pada tingkat 1% dengan uji parametrik patell-z dan 10% dengan uji non-parametrik sign-test.

Berdasarkan pengamatan hasil uji di *main event window* dapat disimpulkan bahwa pasar memberi respon pasar yang positif dan signifikan akibat keputusan

stock dividend yang diumumkan perusahaan. Meskipun responnya agak lambat pada 11 hari. Hasil ini sesuai dengan hipotesis penelitian **H8**.

Pengumuman keputusan *mixed dividend*

Mengamati hasil uji respon pasar (*information content*) akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* maka terlihat investor memberikan respon pasar (CAAR) positif sebesar 0,60% pada saat pengumuman (t_0) dan signifikan pada tingkat 10% dengan uji sign-test. Untuk periode *sub-event window* 3(tiga) hari, respon pasar positif sebesar 0,76% tetapi tidak ada satupun hasil uji yang signifikan. Bila periode pengamatan diperpanjang yakni seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari dari $t-5$, t_0 sampai dengan $t+5$. respon pasar meningkat positif dengan *cummulative average abnormal return* sebesar 2,55% dan signifikan pada level 5% dengan uji parametrik *patell-z standardized*.

Berdasarkan penjelasan diatas, data yang ada menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* oleh perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis penelitiannya **H9**.

4.3.2.2 Pembahasan Model *Event Study* 2009-2012.

Mengamati hasil penelitian tabel 4.14 terlihat pada periode pasca-krisis 2009-2012 reaksi pasar negatif dan signifikan akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividend dan positif akibat keputusan cash dividend, keputusan stock dividend dan keputusan *mixed dividend*. Hasil tersebut konsisten dengan hipotesisnya. Reaksi pasar positif dan signifikan menunjukkan investor

memperbaiki harapannya terhadap saham-saham yang mengumumkan keputusan-keputusan diatas. Dari sisi investor pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang.

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen.

Pada pasca-krisis 2009-2012 , reaksi pasar negatif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen. Hasil penelitian tidak sesuai dengan hipotesis yang diharapkan (**H10**).

Reaksi pasar negatif karena yang mendorong perusahaan memilih keputusan tidak membayar dividen bukan karena ingin memperbaiki struktur modal (hutang) atau karena adanya peluang investasi (R&D) . Tetapi hanya karena ingin menjaga likuiditas (lihat tabel 4.10). Bagi sebagian investor, alasan tersebut kurang menarik karena tidak menunjukkan prospektif keuangan yang baik ke depan. Kelihatannya emiten sedang mengalami kesulitan keuangan dalam jangka pendek sehingga tidak membayar dividen. Akibatnya pasar memberikan respon pasar yang negatif.

Reaksi pasar yang negatif dan signifikan pada penelitian ini , tidak konsisten dengan hipotesis **H10** dan *Signalling Theory* maupun hasil penelitian He,et al (2001) kemudian Baker dan Wurgler (2004a) yang mencatat adanya reaksi pasar positif untuk emiten yang memilih keputusan yang tidak membayar dividen. Investor menganggap kalau perusahaan memiliki kemampuan yang lebih

baik menginvestasikan kembali (*reinvestment*) dan memberikan *return* yang lebih tinggi dikemudian hari dibandingkan investor melakukan sendiri investasi tersebut bila laba dibagikan. Tetapi hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Sawitri (2004) di BEI tahun 2000-2002 dan Hribar et al (2014) pada tahun 2010-2012 di US.

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *cash dividend*.

Secara umum periode 2009-2012 pasar memberikan reaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *cash dividend* oleh perusahaan. Hasil uji ini sesuai dengan hasil yang diharapkan dari hipotesis **H7** . Respon pasar positif karena keputusan tersebut oleh investor memiliki kandungan informasi tentang perusahaan.

Peristiwa tersebut memperoleh respon pasar positif karena keputusan memberikan *dividen tunai* tersebut merupakan *signal* meningkatnya *size (market capitalization)* yang mencerminkan likuiditas sahamnya di pasar serta profitabilitas emiten (lihat tabel 4.10). Menurut pasar, perusahaan ke depan dianggap memiliki prospek yang baik dan mampu membayar *dividen* serta resiko sahamnya kecil karena likuiditas sahamnya baik. Jadi respon pasar yang positif dan signifikan mempertegas kalau keputusan *cash dividend* dari multinomial logit yang dipilih emiten sudah sesuai serta didukung kondisi internal emiten.

Pengumuman keputusan emiten memberikan *dividen tunai* mendapat reaksi yang positif karena keputusan tersebut dianggap sebagai *signal* yang ingin disampaikan ke pasar bahwa ke depan perusahaan memiliki *cash flow* dan

prospek yang baik. Karena tidak mungkin perusahaan yang cashflownya sedikit berani mengambil keputusan memberikan dividen tunai. Emiten berusaha meyakinkan investor bahwa pasca krisis mereka akan mengalami pertumbuhan dan tetap mampu memberikan dividen. Kabar seperti ini jelas merupakan kabar yang baik bagi investor. Memberikan *signall* seperti ini merupakan cara manajemen untuk meyakinkan investor. Oleh karena itu, pasar bereaksi positif karena keputusan dividen tunai tersebut memiliki kandungan informasi yang valid menurut investor.

Hasil studi ini mencatat adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan, sesuai dengan hipotesisnya dan *Signalling Theory*. *Signalling theory* menjelaskan bahwa perusahaan mengumumkan keputusan dividen karena ingin mengirim pesan ke pasar bahwa perusahaan tersebut mengalami peningkatan kapitalisasi pasar dan profitabilitas. Selanjutnya hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Bhattacharya (1979), Aharony dan Swary (1980), Suwanna (2012), Aamir dan Shah (2011) di Pakistan, Mahmood et al (2011) dan Bhatia (2010).

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *stock dividend*.

Secara umum pada periode 2009-2012 reaksi pasar juga positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *stock dividend* oleh emiten. Reaksi yang signifikan menunjukkan bahwa event tersebut memiliki kandungan informasi yang bernilai ekonomis.

Perusahaan cenderung memilih keputusan *stock dividend* antara lain sebagai *signaling* kepada pemegang saham bahwa perusahaan menahan uang kas karena

adanya peluang investasi dan harus membayar beban bunga hutang yang besar serta mempertahankan likuiditas. Karenanya pasar bereaksi positif ditunjukkan dengan harga saham yang meningkat disebabkan adanya kandungan informasi pada keputusan dividen saham tersebut.

Hasil ini konsisten dengan hipotesis penelitiannya **H8**, *Signalling Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Sejalan dengan hasil penelitian terdahulu dari He, et al (2001), Wang, et al (2012), Akbar dan Baig (2010), Pathirawasam (2009) dan Mishra (2005).

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *mixed dividend*.

Pada priode 2009-2012, reaksi pasar positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* menunjukkan bahwa event tersebut memiliki kandungan informasi yang mendukung keputusan tersebut. Berdasarkan hasil *odd ratio* model logit diperoleh informasi yang mendukung dan mendorong perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* adalah market capitalization (*size*) dan profitabilitas.

Keputusan perusahaan memberikan *mixed dividend* (stock+cash) dianggap tepat karena menahan laba dipakai untuk ekspansi, substitusi *cash dividend* atau tambahan atas *cash dividend* yang dirasakan rendah. Sebenarnya emiten-emiten ini masih mampu memberikan dividen tunai karena *market capitalization* dan profitabilitas meningkat. Tetapi karena adanya peluang ekspansi dibalik keputusan *mixed dividend* inilah yang menyebabkan timbulnya reaksi pasar yang positif dan signifikan diatas.

Hasil ini konsisten dengan hipotesis penelitiannya **H9**, *Signalling Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Sejalan dengan hasil penelitian terdahulu dari He, et al (2001) dan Akbar dan Baig (2010). Reaksi pasar positif dan signifikan karena signal yang dikirimkan ke pasar memiliki kandungan informasi yang mendukung keputusan yang dipilih dan sah.

4.3.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan *Event Study* 2005-2012.

4.3.3.1 Hasil Penelitian Model *Event Study* 2005-2012.

(Uji Reaksi Pasar atau *Information Content*)

Tabel 4.15										
Reaksi Pasar (Kandungan Informasi) Pengumuman Keputusan Dividen Priode Keseluruhan 2005-2012										
t_0 (sub-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0028	406 : 436	2.60	0.01*	1.59	0.11	1.58	0.11	1.79	0.07***
Keputusan Cash Dividend	0.0000	355 : 385	-0.22	0.83	-0.10	0.92	1.30	0.19	2.04	0.04**
Keputusan Stock Dividend	0.0048	6:06	0.57	0.57	0.56	0.57	0.20	0.85	0.87	0.38
Keputusan Mixed Dividend	0.0118	22:16	2.25	0.02**	1.64	0.10***	2.26	0.02**	2.43	0.02**
$t-1, t_0, t+1$ (sub-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0060	418 : 424	1.66	0.10***	0.73	0.47	0.92	0.36	2.62	0.01*
Keputusan Cash Dividend	0.0083	384 : 356	4.75	0.00*	2.44	0.01*	3.36	0.00*	4.19	0.00*
Keputusan Stock Dividend	0.0116	8:04	0.71	0.48	0.99	0.32	1.14	0.25	2.06	0.04**
Keputusan Mixed Dividend	0.0082	21:17	0.79	0.43	0.80	0.43	0.84	0.40	2.10	0.04**
$t-5, t_0, t+5$ (main-event window)										
Sample	CAAR	pos : neg	patell z	prob.	boehmer et al.	prob.	corrado rank	prob.	sign test	prob.
Keputusan Tidak Bayar Dividend	0.0083	396 : 446	1.42	0.16	0.86	0.39	0.23	0.82	1.10	0.27
Keputusan Cash Dividend	0.0154	398 : 342	8.97	0.00*	1.73	0.08***	2.78	0.01*	5.22	0.00*
Keputusan Stock Dividend	0.1165	8:04	3.22	0.00*	1.76	0.08***	2.16	0.03**	2.06	0.04**
Keputusan Mixed Dividend	0.0337	22:16	2.54	0.01*	1.24	0.22	1.95	0.05**	2.43	0.02**

Sumber: Lampiran 3 (hasil olah data dari BEI)

*,**,*** Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Pengumuman keputusan tidak membayar dividen

Untuk keseluruhan periode penelitian 2005-2012, tabel 4.15 diatas mencatat bahwa reaksi pasar positif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen dengan CAAR sebesar 0,28% pada saat pengumuman itu dilakukan (t_0). Respon tersebut signifikan pada tingkat 1% dengan uji patell-z, 10% dengan sign-test. Bila pengamatan diperpanjang yaitu *sub-event window* 3(tiga) hari, investor bereaksi positif signifikan dengan menikmati cumulative average abnormal return (CAAR) sebesar 0,60%. Hasil tersebut signifikan pada tingkat 1% dengan uji sign-test dan 10% dengan patell-z *standardized*. Bila pengamatan dilakukan pada seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari, investor memberikan respon pasar positif dengan CAAR sebesar 0,83% tetapi tidak ada yang signifikan dengan uji yang manapun.

Berarti pada keseluruhan periode penelitian 2005-2012 dengan fokus pengamatan di *main-event window* , dapat disimpulkan bahwa pasar memberikan reaksi negatif akibat keputusan tidak membayar dividen dan hipotesis penelitian ini (H_{10}) ditolak .

Pengumuman keputusan cash dividend

Pengujian terhadap pengumuman keputusan *cash dividend*, pada saat pengumuman (t_0) reaksi investor adalah positif dengan CAAR 0,00% serta signifikan pada tingkat 5% berdasarkan uji *sign-test*. Selanjutnya reaksi pasar tersebut juga signifikan pada 1% ketika diuji baik dengan semua uji parametrik maupun non-parametrik dan respon tadi meningkat bila pengamatan diperpanjang

yaitu dengan *sub-event window* 3(tiga) hari dengan CAAR 0,83% dan dengan pengamatan pada seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari CAAR 1,54%.

Berdasarkan penjelasan diatas maka secara umum pasar memberikan reaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *cash dividend* oleh perusahaan. Hasil uji ini mendukung hipotesis penelitian. Respon pasar positif timbul karena keputusan tersebut dipandang mengandung informasi bernilai ekonomis bagi investor.

Pengumuman keputusan *stock dividend*

Pengujian terhadap keputusan *stock dividend*, pada saat diumumkan (t_0) pasar bereaksi positif 0,48% tetapi tidak signifikan . Pada priode pengamatan 3 hari reaksinya 1,16% dan signifikan pada 5% dengan uji sign test. Selanjutnya reaksi tersebut masih signifikan sebesar 11,65% pada priode pengamatan 11 hari dengan semua uji yang ada pada tingkat 5% dan 10%.

Disimpulkan bahwa pasar memberi respon pasar yang positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *stock dividend*. Hasil ini sesuai dengan hipotesis penelitiannya. Pasar bereaksi karena mempercayai kandungan informasi dari pengumuman keputusan tersebut.

Pengumuman keputusan *mixed dividend*

Mengamati hasil uji respon pasar akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* maka terlihat investor memberikan respon pasar (CAAR) positif sebesar

1,18% pada saat pengumuman (t_0) dan signifikan pada tingkat 5% dengan uji patell,corrado dan sign-test serta 10% dengan boehmer. Untuk priode *sub-event window* 3(tiga) hari, respon pasar positif sebesar 0,82% dengan uji *sign-test*. Bila priode pengamatan diperpanjang yakni seluruh periode jendela (*main-event window*) yakni 11 hari dari $t-5$, t_0 sampai dengan $t+5$. respon pasar meningkat positif dengan cummulative average abnormal return sebesar 3,37% dan signifikan pada level 1% dengan uji parametrik patell-z *standardized* dan pada level 5% dengan corrado dan *sign test*.

Hasil penelitian diatas menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* oleh perusahaan . Respon pasar positif karena pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi untuk keputusan investasi. Hasil penelitian ini mendukung hipotesisnya.

4.3.3.2 Pembahasan Model *Event Study* 2005-2012.

Memperhatikan hasil penelitian tabel 4.15 priode keseluruhan 2005-2012 , reaksi pasar negatif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividend dan positif akibat keputusan *cash dividend*, keputusan *stock dividend* dan keputusan *mixed dividend* oleh emiten .

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen.

Untuk keseluruhan priode 2005-2012 , hasil studi ini dengan fokus pengamatan di *main-event window* menunjukkan reaksi pasar secara keseluruhan negatif akibat pengumuman keputusan tidak membayar dividen. Keputusan ini

menurut investor sebagai signal yang tidak baik karena keputusan diambil lebih besar disebabkan kehendak pemegang saham mayoritas (agency cost), membayar hutang, menjaga likuiditas dibandingkan alasan ekspansi (peluang investasi)

Reaksi pasar yang negatif dan signifikan pada studi ini, tidak konsisten dengan hipotesisnya **H10**, *Signalling Theory* dan hasil penelitian He, et al (2001) kemudian Baker dan Wurgler (2004a) yang mencatat adanya reaksi pasar positif untuk emiten yang memilih keputusan yang tidak membayar dividen. Tetapi didukung hasil penelitian Sawitri (2004) di BEI tahun 2000-2002 dan Hribar et al (2014) pada tahun 2010-2012 di US.

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *cash dividend*.

Secara umum pasar memberikan reaksi positif pada saat diumumkan t_0 , 3 hari maupun 11 hari serta signifikan akibat pengumuman keputusan *cash dividend* oleh perusahaan. Hasil uji ini sesuai dengan hasil yang diharapkan dari hipotesisnya.

Respon pasar positif karena ketika keputusan tersebut diumumkan oleh perusahaan didukung oleh meningkatnya *size (market capitalization)* yang mencerminkan likuiditas sahamnya di pasar serta profitabilitas emiten. Dukungan ini dapat dilihat dari hasil kesimpulan model regresi multinomial logit pada periode yang sama.

Dengan keputusan ini, emiten ingin mengirim signal bahwa perusahaan ke depan memiliki prospek yang baik karena mampu membayar dividen serta resiko saham emiten kecil karena likuiditas sahamnya baik.

Penelitian ini mencatat adanya reaksi pasar yang positif dan signifikan, temuan tersebut konsisten dengan hipotesisnya **H7** dan konsisten dengan penelitian sebelumnya dari Bhattacharya (1979), Aharony dan Swary (1980), Suwanna (2012), Aamir dan Shah (2011) di Pakistan, Mahmood et al (2011) dan Bhatia (2010).

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *stock dividend*.

Reaksi pasar positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *stock dividend*. Investor memberi respon positif karena menilai penetapan keputusan tersebut oleh emiten didukung oleh likuiditas sahamnya yang tinggi ditunjukkan oleh *market capitalization (size)* yang besar dan peluang investasi.

Ketika *market capitalization* meningkat, perusahaan yakin semakin meningkatnya kepercayaan investor terhadap saham perusahaan. Pada saat tersebut, emiten cenderung memilih keputusan *stock dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen karena ingin menahan labanya untuk membiayai *capital expenditure* peluang investasi. Namun pada saat yang sama juga ingin tetap membuat sejahtera pemegang saham dengan memberikan dividen yakni dalam bentuk *stock dividend* sebagai substitusi *cash dividend*. Pilihan keputusan *stock dividend* oleh perusahaan merupakan *signal* kepada pemegang saham bahwa perusahaan menahan uang kas karena ada peluang investasi baru dan pertumbuhan ke depan. Jadi pasar bereaksi positif ditunjukkan dengan harga saham yang meningkat karena adanya prospek yang positif tentang perusahaan.

Hasil ini konsisten dengan hipotesis penelitiannya dan hasil penelitian terdahulu dari He, et al (2001) , Wang, et al (2012), Akbar dan Baig (2010), Pathirawasam (2009) dan Mishra (2005).

Reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *mixed dividend*.

Hasil penelitian pada tabel 4.15 menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan *mixed dividend* oleh perusahaan baik pada saat pengumuman keputusan maupun periode 3 hari dan 11 hari *event period* . Respon pasar positif karena pengumuman tersebut menurut penilaian investor mengandung informasi tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Prospek tersebut didukung antara lain dengan meningkatnya profitabilitas dan *size* (kapitalisasi pasar saham) perusahaan. Pengaruh kedua variabel ini mendukung dan dapat dilihat pada hasil multinomial logit yang signifikan dan *odds ratio*nya >1 (lihat tabel 4.11)

Ketika profitabilitas dan *market capitalization* meningkat , emiten cenderung memilih keputusan *stock dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen karena keputusan *stock dividend* relatif lebih menguntungkan bagi investor dan terkandung didalam keputusan tersebut adanya tujuan menahan kas untuk membiayai peluang investasi. Jadi dianggap sebagai *good news* dibandingkan pengumuman keputusan dividen tunai maupun keputusan emiten tidak membayar dividen. Oleh karena itu, pasar bereaksi positif ditunjukkan dengan harga saham yang meningkat.

Hasil ini konsisten dengan hipotesis penelitiannya dan hasil penelitian terdahulu dari He, et al (2001) dan Akbar dan Baig (2010) bahwa ada reaksi pasar positif dan signifikan akibat pengumuman keputusan perusahaan memberikan *mixed dividend*.

Berdasarkan pembahasan diatas, kesimpulan umum terdapat pada tabel 4.16 dibawah ini yakni investor di BEI memberikan respon negatif terhadap keputusan emiten tidak membayar dividen dan hal ini tidak sesuai dengan *Signalling Theory*. Tetapi memberikan respon positif karena keputusan *cash, stock* dan *mixed dividend*. Konsisten dengan *Signalling Theory*. Hampir keseluruhan hasil penelitian konsisten dengan hipotesisnya.

Tabel 4.16 Matrik Rekapitulasi Model Event Study

No.	Hipotesis dan Hasil yang Diharapkan			Hasil Penelitian		
				2005-2008 Pra-Krisis	2009-2012 Pasca-Krisis	2005-2012 Priode Keseluruhan
1	Keputusan Cash Dividend dengan Reaksi Pasar	H7	+ positif	+ sig	+ sig	+ sig
2	Keputusan Stock Dividend dengan Reaksi Pasar	H8	+ positif	+ sig	+ sig	+ sig
3	Keputusan Mixed Dividend dengan Reaksi Pasar	H9	+ positif	+ sig	+ sig	+ sig
4	Keputusan Tidak Membayar Dividen dengan Reaksi Pasar	H10	- negatif	+ sig	- sig	- sig

Sumber : tabel 4.13, tabel 4.14 dan tabel 4.15

4.4 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regresi Multivariat .

4.4.1 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regresi Multivariat

2005-2008.

Langkah berikutnya pada penelitian ini adalah memeriksa apakah CAAR respon pasar yang dihitung dengan *event study* diatas dipengaruhi oleh faktor-faktor karakteristik perusahaan (variabel prediktor) yang mempengaruhi

keputusan dividen seperti terdapat pada model 1 (multinomial logit). Untuk itu dilakukan regresi variabel prediktor *agency cost (number of common stockholders)*, *size (market capitalization)*, profitabilitas (*earning per share*), hutang (*debt to equity*), peluang investasi (*price earning ratio*) dan likuiditas (*current ratio*) terhadap reaksi pasar CAAR. Hasil uji dari regresi ini dimaksudkan untuk meningkatkan kekuatan hasil empiris dari *event study*. Sekaligus memastikan bahwa reaksi pasar yang tercermin pada perubahan CAAR disebabkan oleh perubahan variabel prediktor tersebut. Sebab bisa saja perubahan CAAR yang pada dasarnya karena perubahan harga saham disebabkan oleh faktor-faktor lain (eksternal) selain variabel prediktor (internal) yang dipakai pada penelitian. Dengan regresi ini bisa diperoleh informasi pengaruh masing-masing variabel secara individu maupun secara bersana-sama terhadap respon pasar (CAAR).

4.4.1.1 Hasil Penelitian Model Regresi Multivariat (*Explaining CAARs*) periode 2005-2008.

Hasil regresi variabel prediktor perusahaan yang terdapat pada model logit terhadap CAAR yang dihitung dengan event study untuk periode 2005-2008 dapat dilihat pada tabel 4.17 berikut. Tabel hasil regresi multivariat dibawah ini dibuat untuk memastikan variabel-variabel prediktor dan variabel keputusan dividen yang dipakai pada penelitian ini merupakan variabel yang mendapatkan respon pasar. Reaksi pasar menjadi penting untuk mengetahui sejauh mana efektivitas pengumuman keputusan dividen.

Tabel ini melaporkan hasil regresi variabel prediktor (karakteristik perusahaan) yang mengumumkan keputusan dividen (*cash, stock, mixed* dan *no-dividend*) terhadap reaksi pasar. Dependent variabelnya adalah CAAR (*cummulative average abnormal return*) dari $t = -5$, $t = 0$ sampai $t=5$ pada saat pengumuman keputusan dividen. Kolom 1 adalah hasil regresi variabel prediktor (karakteristik perusahaan) dan variabel keputusan dividen terhadap CAAR untuk sampel perusahaan yang memilih keputusan *cash dividend* dan memilih keputusan yang lain. *dcash* adalah variabel dummy dan sama dengan 1 untuk perusahaan yang mengumumkan keputusan *cash dividend* dan nol untuk mengumumkan keputusan yang lain. Kolom 2, 3 dan 4 adalah hasil regresi yang sama seperti diatas untuk perusahaan yang mengumumkan keputusan *stock dividend*, keputusan *mixed dividend* dan keputusan tidak bayar dividen.

Keterangan	<i>Cash vs Others</i>		<i>Stock vs Others</i>		<i>Mixed vs Others</i>		<i>No Dividend vs Others</i>	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.
Intercept	0.0438	0.0000	0.0401	0.00000	0.0403	0.0000	0.0564	0.0000
lnmcs	-0.0007	0.2737	-0.0003	0.7446	-0.0003	0.7414	-0.0012	0.1425
lnmc	-0.0030	0.0000*	-0.0027	0.0000*	-0.0028	0.0000*	-0.0031	0.0000*
eps	0.00001	0.0000*	0.00001	0.0000*	0.00001	0.0000*	0.00001	0.0000*
der	-0.00001	0.0004*	-0.00001	0.0000*	-0.00001	0.0001*	-0.00001	0.0008*
per	1.62E-07	0.7670	1.27E-07	0.8329	1.49E-07	0.8002	2.75E-07	0.5127
cr	0.0006	0.0091*	0.0006	0.0042*	0.0006	0.0042*	0.0006	0.0115**
dcash	0.0065	0.0411**						
dstock			0.0085	0.7420				
dmixed					0.0428	0.0055*		
dnodiv							-0.0095	0.0019*
Adj-R Square	0.0142		0.0109		0.0164		0.0194	
Prob(F-statistic)	0.0096*		0.0262**		0.0047*		0.0018**	

Sumber:Lampiran 4 (hasil olah data dari BEI)

*,**,*** Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Sebelum membahas hasil regresi multivariat (*explaining CAAR_s*) maka perlu dilihat dua hal penting dari model ini yakni *the overall explanatory power of the model* (*Adjusted R-squared*) dan *overall significance of the model* (*F-statistics*). Nilai-nilai ini dilaporkan pada bagian bawah tabel 4.17, 4.18 dan 4.19. Nilai *Adjusted R-squared* dari keseluruhan model regresi untuk priode 2005-2008, 2009-2012 dan 2005-2012 meskipun nilainya relatif kecil yakni variasi reaksi pasar hanya ditentukan oleh variasi variabel prediktornya sekitar 1%-2% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain. Akan tetapi yang lebih penting lagi nilai F-test (*overall significant*) secara simultan adalah signifikan (Bashir, 2013; Gujarati, 2008) bahkan sebagian besar signifikan pada level 1% dan 5%.

Hasil regresi multivariat terhadap reaksi pasar priode 2005-2008.

Untuk seluruh hasil regresi pada kolom 1, 2, 3 dan 4 tampak 5 dari 7 variabel prediktor (karakteristik perusahaan) secara partial berpengaruh signifikan pada level 1% terhadap reaksi pasar. Bahkan secara simultan (F-test) seluruh variabel atau paling tidak 1 variabel independennya termasuk variabel keputusan dividen (*cash, stock, mixed dan no-dividend*) berpengaruh signifikan pada level 1% dan 5% terhadap reaksi pasar (CAAR).

Hasil diatas memberi bukti bahwa variabel prediktor yang menggambarkan karakteristik emiten yang mendorong emiten memilih keputusan dividen tertentu (lihat model logit atau model 1) terbukti juga dengan model regresi multivariat ini (*explaining CAAR_s* - model 3) variabel-variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap respon pasar (CAAR) ketika keputusan dividen diumumkan. Dengan

demikian hasil penelitian ini dengan regresi multivariat ini memperkuat hasil *event study* dan model logit sebelumnya. Serta variabel-variabel yang mempengaruhi keputusan dividen adalah variabel-variabel yang mendapatkan respon pasar.

4.4.1.2 Pembahasan Model Regresi Multivariat 2005-2008.

Pada tabel 4.17 diatas, pada kolom 1,2,3 dan 4 variabel *agency cost* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap reaksi pasar . Keputusan dividen diatas bagi investor yang sebagian besar pemegang saham mayoritas dan dikuasai kelompok bisnis atau keluarga (*insider ownership*) dianggap kurang menarik karena pada umumnya mereka sudah mengetahui banyak informasi tentang perusahaan. Akibatnya keputusan dividen sebagai mekanisme penyampaian informasi ke pasar kurang mendapatkan respon sebab keputusan tadi tidak memberikan informasi yang baru bagi investor. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hipotesisnya **H11**, teori besarnya *Agency Theory* dan *Signalling Theory* tetapi konsisten dengan hasil penelitian Porta et al (1998) yang melakukan penelitian di pasar modal negara-negara berkembang.

Variabel *size* perusahaan, pada regresi kolom 1,2,3 dan 4 berpengaruh signifikan dan negatif terhadap reaksi pasar. Semakin besar *size* perusahaan maka semakin besar informasi tentang perusahaan yang sudah diketahui publik. Sehingga pengumuman keputusan dividen yang disampaikan ke publik sebagai cara menginformasikan perusahaan bagi publik sudah kurang menarik lagi.

Akibatnya respon pasar menurun. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian ini **H12** dan hasil penelitian Zeghal (1983) maupun *Signalling Theory*.

Variabel profitabilitas perusahaan, pada keseluruhan regresi hasilnya berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Semakin meningkat profitabilitas perusahaan ketika mengumumkan keputusan dividend maka semakin besar reaksi pasar. Pengumuman tersebut oleh perusahaan sebagai signal keuangan perusahaan sehat. Oleh pasar dianggap *good news* dan pasar memberikan respon positif. Hasil ini konsisten dengan hipotesisnya **H13** serta didukung hasil penelitian Jin (2000) dan Bozos et al (2011) maupun teori besarnya *Signalling Theory*.

Sedangkan variabel solvabilitas perusahaan, pada seluruh persamaan regresi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini menunjukkan ketika hutang perusahaan meningkat dan emiten memilih keputusan dividen maka keputusan tersebut dianggap investor sebagai *bad news*. Perusahaan dianggap dengan meningkatnya hutang tadi, ke depan tidak mampu membayar dividen lagi atau kalau membayar dividen maka dividennya menurun. Akibatnya pasar bereaksi negatif ditunjukkan oleh koefisien der yang negatif dan signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesisnya **H14** dan pendapat Jensen & Meckling (1976) maupun *Signalling Theory*.

Selanjutnya pada tabel 4.17 tersebut terlihat peluang investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Hasil ini tidak konsisten dengan hipotesis **H15** dan hasil penelitian Chen et al (2001) di Taiwan.

Sedangkan pengaruh likuiditas terhadap reaksi pasar pada penelitian ini adalah positif dan signifikan. Hasilnya positif dan signifikan artinya ketika semakin meningkat likuiditas perusahaan dan pada saat tersebut perusahaan mengambil keputusan membayar dividen atau tidak membayar dividen maka respon pasar akan meningkat. Respon pasar meningkat karena keputusan tidak membayar dividen pada saat likuiditas membaik merupakan good news atau dalam teori signalling keputusan tersebut memiliki *content of information* (Ross,1977) . Keputusan tersebut dianggap tepat oleh investor karena perusahaan pada saat itu dianggap mampu tetapi tidak memberikan dividen karena alasan menjaga likuiditas untuk mengambil peluang investasi atau motif berjaga-jaga karena kondisi ekonomi yang sedang mengalami krisis. Demikian juga keputusan perusahaan memilih keputusan membayar dividend pada saat krisis merupakan signal dari perusahaan bahwa perusahaan memiliki keuangan yang sehat . Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesisnya **H16** dan teori signaling (Ross,1977) dan hasil penelitian Bashir (2013) .

Pada kolom 1 pada tabel 4.17 diatas bila dibandingkan antara keputusan *cash dividend* terhadap keputusan dividend lainnya menunjukkan bahwa pengumuman keputusan *cash dividend* oleh emiten (dcash) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar keseluruhan (*overall market reaction*), hasil ini konsisten dengan hipotesis **H7** dan hasil penelitian Bhattacharya (1979), Aharony dan Swary (1980) , Aamir dan Shah (2011) di Pakistan, Mahmood et al (2011) dan Bhatia (2010). Koefisien dcash positif signifikan berarti ada perbedaan reaksi pasar akibat perusahaan mengumumkan keputusan *cash dividend* dibandingkan

keputusan dividend yang lainnya. Hasil ini juga menunjukkan lebih besar reaksi pasar akibat pengumuman keputusan *cash dividend* dibandingkan keputusan dividen lainnya.

Selanjutnya pada kolom 2 bila dibandingkan keputusan *stock dividend* terhadap keputusan dividen lainnya secara individual tampak keputusan *stock dividend* tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Tetapi berdasarkan F-test secara bersama-sama dengan variabel yang lain pengumuman keputusan *stock dividend* berpengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar keseluruhan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis **H8** kemudian hasil penelitian Akbar dan Baig (2010), Pathirawasam (2009) dan Mishra (2005).

Berikutnya pada kolom 3 tabel 4.17 diatas menunjukkan pengumuman keputusan *mixed dividend* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar keseluruhan, hal ini ditunjukkan variabel dummy *dmixed*. Reaksi pasar lebih besar akibat keputusan *mixed dividend* dibandingkan keputusan lainnya. Hasil ini konsisten dengan hipotesis **H9** pada penelitian ini dan hasil penelitian sebelumnya dari Akbar dan Baig (2010) serta He, et al (2001).

Sedangkan pada kolom 4 tabel 4.17 terlihat variabel dummy *dnodiv* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar keseluruhan. Ini berarti pasar memberikan respon pasar yang negatif akibat keputusan emiten tidak membayar dividen. Hal ini merupakan salah satu bukti mengapa semakin banyaknya perusahaan tidak membayar dividen menjadi masalah sebab pasar meresponnya negatif. Reaksi pasar lebih kecil untuk keputusan perusahaan tidak membayar dibandingkan keputusan dividen lainnya. Hasil ini menolak hipotesis

H10 pada penelitian ini dan tidak sesuai hasil penelitian He,et al (2001) dan hasil studi Baker dan Wurgler (2004a). Tetapi sesuai dengan penelitian Sawitri (2004) dan Hribar et al (2014).

Akhirnya dari hasil pembahasan tabel 4.17 diatas untuk priode pra-krisis 2005-2008 disimpulkan sebagai berikut, secara parsial 5 dari 7 variabel prediktor (karakteristik perusahaan) dan variabel keputusan dividen baik *cash,stock, mixed* dan tidak membayar dividen berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar dan sesuai hipotesisnya. Meskipun variabel *agency cost* dan peluang investasi tidak signifikan tetapi secara simultan dengan F-test berpengaruh. Berarti variabel karakteristik yang dipilih pada penelitian ini adalah variabel prediktor yang memang berpengaruh signifikan dan menghasilkan reaksi pasar. Pengaruhnya tidak hanya terhadap pilihan keputusan dividen tertentu seperti yang ditunjukkan hasil model multinomial logit. Tetapi juga berpengaruh terhadap reaksi pasar akibat keputusan dividen yang diumumkan . Kesimpulannya pada pra-krisis, hasil penelitian ini konsisten dengan *Signalling Theory, Bird in The Hand Theory* tetapi tidak dengan *Agency Theory*.

4.4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regresi Multivariat

2009-2012.

4.4.2.1 Hasil Penelitian Model Regresi Multivariat periode 2009-2012.

Tabel 4.18 dibawah ini adalah hasil regresi variabel predictor (karakteristik perusahaan) yang terdapat pada model logit 2009-2012 dan variabel keputusan

dividen terhadap reaksi pasar CAAR hasil model event study untuk periode yang sama.

Keterangan	<i>Cash vs Others</i>		<i>Stock vs Others</i>		<i>Mixed vs Others</i>		<i>No Dividend vs Others</i>	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.
Intercept	0.0082	0.0024	0.1451	0.0055	0.1382	0.0101	0.0153	0.0018
lnncs	0.0007	0.0551***	0.0026	0.0005*	0.0023	0.0003*	0.0012	0.0033*
lnmc	-0.0011	0.0005*	-0.0119	0.0029*	-0.0113	0.0051*	-0.0017	0.0003*
eps	2.14E-06	0.0254**	-8.62E-07	0.4503	-2.36E-06	0.0698***	2.18E-06	0.0243**
der	4.72E-06	0.0000*	0.00001	0.0003*	0.00001	0.0004*	4.87E-06	0.0000*
per	0.00001	0.0646***	0.00001	0.4098	0.00001	0.4111	4.51E-06	0.3619
cr	0.0003	0.5155	0.0013	0.1167	0.0013	0.1011	0.0004	0.4311
dcash	0.0013	0.1753						
dstock			0.0942	0.0977***				
dmixed					0.0297	0.0001*		
dnodiv							-0.0046	0.0392**
Adj-R Square	0.0064		0.1257		0.1321		0.0087	
Prob(F-statistic)	0.0951***		0.0000*		0.0000*		0.0499**	

Sumber: Lampiran 4 (hasil olah data dari BEI)

*,**,*** Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Hasil regresi multivariat terhadap reaksi pasar priode 2009-2012.

Hasil studi diatas terlihat secara umum hampir seluruh variabel prediktor (karakteristik perusahaan) dan keputusan dividen berpengaruh signifikan baik secara partial maupun simultan (F-test) pada level 1% ,5% dan 10% terhadap reaksi pasar. Kecuali variabel peluang investasi dan likuiditas .

Hasil ini membuktikan bahwa variabel prediktor yang mendorong emiten memilih keputusan dividen tertentu , terbukti juga dengan model regresi multivariat (model 3) merupakan variabel –variabel yang mendapatkan reaksi pasar (CAAR). Kesimpulan ini memperkuat hasil pengamatan 2005-2008.

4.4.2.2 Pembahasan Model Regresi Multivariat 2009-2012.

Berdasarkan tabel 4.18 diatas, pada kolom 1,2,3 dan 4 reaksi pasar positif dan signifikan akibat kenaikan variabel *agency cost*. Meningkatnya jumlah pemegang saham berarti meningkatnya *agency cost*. Keputusan perusahaan memberikan dividen pada saat tersebut dianggap sebagai kabar baik dan direspon dengan positif karena akan menurunkan *agency cost*. Hasil ini sesuai dengan hipotesisnya **H11**, *Signalling Theory*, *Agency Theory* dan pendapat Jensen & Meckling (1976), Holder, Langrehr dan Hexter (1998), Saxena (1999) dan Boban (2011).

Variabel *size* perusahaan, pada regresi kolom 1,2,3 dan 4 berpengaruh signifikan dan negatif terhadap reaksi pasar. Semakin besar *size* perusahaan maka semakin besar informasi tentang perusahaan yang sudah diketahui publik. Sehingga pengumuman keputusan dividen kurang menarik dan akibatnya respon pasar negatif. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian ini **H12** dan hasil penelitian Zeghal (1983) tetapi tidak sesuai dengan *Signalling Theory*.

Variabel profitabilitas pada regresi kolom 1 dan 4 berpengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar tetapi pada kolom 2 tidak signifikan dan pada kolom 4 signifikan negatif. Demikian juga peluang investasi dan likuiditas secara parsial hampir keseluruhan tidak signifikan. Namun demikian, secara bersama-sama dengan F-test variabel profitabilitas, peluang investasi dan likuiditas ini berpengaruh signifikan pada 1% dan 10% terhadap reaksi pasar. Dengan

perkataan lain , sebenarnya variabel-variabel ini adalah variabel-variabel yang mendapatkan respon pasar..

Pada kolom 1,2,3 dan 4 pada tabel 4.18 diatas menunjukkan reaksi pasar positif dan signifikan akibat kenaikan hutang. Pasar memberi respon positif karena menganggap emiten masih memiliki dana yang cukup membayar dividen meskipun harus membayar bunga hutang. Hasil ini konsisten dengan hipotesis **H14** dan pendapat Ross (1977) *Signalling Theory* serta Jensen & Meckling (1976) *Agency Theory*.

Bila dibandingkan antara keputusan *cash dividend* terhadap keputusan dividend lainnya (kolom 1) menunjukkan bahwa pengumuman keputusan *cash dividend* oleh emiten (dcash) secara parsial tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Tetapi dengan F-test secara bersama-sama dengan variabel lain, pengumuman keputusan *cash dividend* berpengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar keseluruhan (*overall market reaction*), hasil ini konsisten dengan hipotesis **H7** dan hasil penelitian Bhattacharya (1979), Aharony dan Swary (1980) , Aamir dan Shah (2011) di Pakistan, Mahmood et al (2011) dan Bhatia (2010). Koefisien dcash positif tidak signifikan berarti tidak ada perbedaan reaksi pasar akibat perusahaan mengumumkan keputusan *cash dividend* dibandingkan keputusan dividend yang lainnya.

Selanjutnya pada kolom 2 bila dibandingkan keputusan *stock dividend* terhadap keputusan dividen lainnya secara individual dan simultan tampak keputusan *stock dividend* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi

pasar. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis **H8** kemudian hasil penelitian Akbar dan Baig (2010), Pathirawasam (2009) dan Mishra (2005).

Berikutnya pada kolom 3 tabel 4.18 diatas menunjukkan pengumuman keputusan *mixed dividen* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar keseluruhan, hal ini ditunjukkan variabel dummy *dmixed*. Reaksi pasar lebih besar akibat keputusan *mixed dividend* dibandingkan keputusan lainnya. Hasil ini konsisten dengan hipotesis **H9** pada penelitian ini dan hasil penelitian sebelumnya dari Akbar dan Baig (2010) serta He,et al (2001).

Sedangkan pada kolom 4 tabel 4.18 terlihat variabel dummy *dnodiv* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar keseluruhan. Ini berarti pasar memberikan respon pasar yang negatif akibat keputusan emiten tidak membayar dividen. Reaksi pasar lebih kecil untuk keputusan perusahaan tidak membayar dibandingkan keputusan dividen lainnya. Hasil ini menolak hipotesis **H10** pada penelitian ini dan tidak sesuai hasil penelitian He,et al (2001) dan hasil studi Baker dan Wurgler (2004a). Tetapi sesuai dengan penelitian Sawitri (2004) dan Hribar et al (2014).

Akhirnya dapat disimpulkan berdasarkan hasil pembahasan tabel 4.18 diatas untuk priode pasca-krisis 2009-2012, meskipun tidak seluruh variabel berpengaruh signifikan tetapi secara simultan atau sekurang-kurangnya 1 variabel prediktor (karakteristik perusahaan) dan variabel keputusan dividen baik *cash*, *stock*, *mixed* dan tidak membayar dividen berpengaruh signifikan terhadap reaksi

pasar. Hanya saja reaksi pasar terlihat negatif akibat keputusan tidak membayar dividen berarti *signalling theory* tidak berlaku pada keputusan ini.

4.4.3 Hasil Penelitian dan Pembahasan Model Regresi Multivariat

2005-2012.

4.4.3.1 Hasil Penelitian Model Regresi Multivariat 2005-2012.

Keterangan	<i>Cash vs Others</i>		<i>Stock vs Others</i>		<i>Mixed vs Others</i>		<i>No Dividend vs Others</i>	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.
Intercept	0.0184	0.0245	0.0791	0.0025	0.0153	0.0599	0.0301	0.0028
lnnccs	0.0003	0.7302	-0.0018	0.5709	0.0001	0.8488	0.0003	0.7071
lnmcc	-0.0018	0.0000*	-0.0044	0.0171**	-0.0014	0.0027*	-0.0022	0.0000*
eps	3.86E-06	0.0114**	3.04E-06	0.0263**	3.93E-06	0.0109**	3.70E-06	0.0141**
der	5.03E-06	0.0000*	3.49E-06	0.0000*	4.85E-06	0.0000*	5.12E-06	0.0000*
per	7.14E-07	0.0302**	3.89E-07	0.2552	6.79E-07	0.0569***	7.31E-07	0.0209**
cr	0.0005	0.0734***	0.0006	0.0191**	0.0004	0.0944***	0.0005	0.0654***
dcash	0.0062	0.0009*						
dstock			0.1044	0.0609***				
dmixed					0.0133	0.1359		
dnodiv							-0.0087	0.0000*
Adj-R Square	0.0043		0.0107		0.0031		0.0059	
Prob(F-statistic)	0.0508***		0.0009*		0.0966***		0.0197**	

Sumber: Lampiran 4 (hasil olah data dari BEI)

*, **, *** Signifikan pada 1%, 5% dan 10%

Hasil regresi multivariat terhadap reaksi pasar 2005-2012.

Hasil riset diatas memperlihatkan pola yang sama dengan priode pra-krisis 2005-2008 maupun priode pasca-krisis 2009-2012, meskipun tidak seluruh variabel prediktor (karakteristik emiten) dan variabel keputusan dividen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Tetapi secara simultan berpengaruh signifikan. Hasil ini membuktikan bahwa variabel independent yang

mendorong emiten memilih keputusan dividen tertentu , juga merupakan variabel-variabel yang mempengaruhi reaksi pasar (CAAR) ketika keputusan dividen diumumkan.

4.4.3.2 Pembahasan Model Regresi Multivariat 2005-2012.

Hasil pada tabel 4.19 mencatat reaksi pasar tidak berpengaruh signifikan akibat perubahan variabel *agency cost*. Tidak konsisten dengan hipotesisnya **H11**. Keputusan dividen tersebut bagi investor kurang menarik karena investornya sebagian besar dikuasai oleh pemegang saham keluarga/mayoritas (*insiders ownership*) yang pada umumnya sudah banyak memiliki informasi tentang perusahaan. Keputusan tadi tidak memberikan informasi yang baru bagi investor. Hasil riset ini tidak sesuai dengan Agency Theory (Jensen dan Meckling, 1976) tetapi mendukung hasil studi Porta et al (1998) di negara-negara berkembang termasuk Indonesia.

Variabel *size* perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar. Semakin besar *size* perusahaan maka semakin besar informasi tentang perusahaan yang sudah diketahui publik (Eddy and Seifert,1988) .Sehingga pengumuman keputusan dividen yang disampaikan ke publik sebagai cara menginformasikan perusahaan ke publik sudah kurang menarik lagi sebab investor sudah mengetahui banyak informasi tentang perusahaan.Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesisnya **H12** serta didukung dan konsisten dengan hasil penelitian Zeghal (1983) maupun Bashir et al (2013).

Variabel profitabilitas, hutang, peluang investasi dan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar ketika keputusan dividen diumumkan. Profitabilitas direspon positif karena ada kemungkinan perusahaan akan membagikan dividen lebih besar. Hutang direspon positif karena perusahaan masih bisa membagikan dividen meskipun harus membayar bunga. Peningkatan rasio PER direspon positif karena mencerminkan meningkatnya peluang investasi. Sedangkan peningkatan likuiditas direspon positif karena meningkatnya likuiditas perusahaan dianggap mampu untuk membayar dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesisnya masing-masing yakni **H13**, **H14**, **H15** dan **H16** serta *Signalling Theory*.

Selanjutnya pada bagian bawah kolom 1,2,3 dan 4 tabel 4.17 menunjukkan hasil bahwa pengumuman keputusan *cash dividend*, pengumuman keputusan *stock dividend* mendapatkan respon pasar yang positif dan signifikan. Sesuai dengan hipotesisnya **H7** dan **H8**. Pengumuman keputusan *mixed dividend*, secara individual respon pasarnya tidak signifikan tetapi secara simultan dengan F-test berpengaruh. Sedangkan pengumuman keputusan tidak membayar dividen memperoleh respon pasar signifikan yang negatif. Hasil tersebut tidak sesuai hipotesisnya **H10** dan *Signalling Theory*.

Dari pembahasan diatas, dengan model ke-3 regresi multivariat terbukti untuk keseluruhan periode 2005-2012 hampir seluruh variabel prediktor (karakteristik perusahaan) dan variabel keputusan dividen kecuali *agency cost* baik secara partial maupun bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar dan arah pengaruhnya sesuai hipotesisnya berarti konsisten dengan

Signalling Theory . *Agency cost* tidak signifikan karena pada hal tersebut ciri unik pemegang saham di emerging market yang dikuasai *insider ownership*.

Agar memudahkan analisis dan membandingkan hasil keseluruhan dengan masing-masing priode, disusun matrik sebagai rekapitulasi seperti terdapat pada tabel 4.20 dibawah ini :

Tabel 4.20 Matrik Rekapitulasi Model Regresi Multivariat

No.	Hipotesis dan Hasil yang Diharapkan			Hasil Penelitian											
				2005-2008				2009-2012				2005-2012			
				(Pra-Krisis)				(Pasca-Krisis)				(Priode Keseluruhan)			
				Cash vs Others	Stock vs Others	Mixed vs Others	No Dividend vs Others	Cash vs Others	Stock vs Others	Mixed vs Others	No Dividend vs Others	Cash vs Others	Stock vs Others	Mixed vs Others	No Dividend vs Others
1	Agency Cost (ncs)	H11	+	- not sig	- not sig	- not sig	- not sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ not sig	- not sig	+ not sig	+ not sig
2	Size (mc)	H12	-	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig	- sig
3	Profitability (eps)	H13	+	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	- not sig	- sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig
4	Insolvability (der)	H14	+	- sig	- sig	- sig	- sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig
5	Investment Opportunity (per)	H15	+	+ not sig	+ not sig	+ not sig	+ not sig	+ sig	+ not sig	+ not sig	+ not sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig
6	Likuiditas (cr)	H16	+	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ not sig	+ not sig	+ not sig	+ not sig	+ sig	+ sig	+ sig	+ sig
7	dcash	H7	+	+ sig				+ not sig				+ sig			
8	dstock	H8	+		+ not sig				+ sig				+ sig		
9	dmixed	H9	+			+ sig				+ sig				+ sig	
10	dnodiv	H10	+				- sig					- sig			- sig
11	F-test - Simultaneous Test			sig.				sig.				sig.			

Sumber : tabel 4.17, tabel 4.18 dan tabel 4.19

Berdasarkan tabel 4.20 matrik rekapitulasi diatas dan pembahasan sebelumnya maka hasil dari model regresi multivariat dapat disimpulkan sebagai berikut :

Untuk masing-masing priode seluruh variabel prediktor (karakteristik perusahaan) *agency cost*, *size*, *profitability*, *solvency*, *investment opportunity* serta *liquidity* secara partial berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar .

Kecuali *agency cost dan peluang investasi* untuk pra-krisis, peluang investasi dan likuiditas pada priode pasca-krisis 2009-2012 serta *agency cost* pada priode 2005-2012. Tetapi secara simultan seluruh variabel atau sekurang-kurangnya 1 variabel independen berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Hasil ini menunjukkan berlakunya *Signalling Theory*.

4.5 Pemecahan Masalah

4.5.1 Rumusan Tujuan .

1. Pokok-pokok terjadinya masalah (lihat 3.6 Rancangan Pemecahan Masalah).

Situasi atau fakta sejak tahun 2005-2012:

- a) Earning per share (EPS) meningkat diikuti dengan kenaikan Dividen per share (DPS) tetapi mengapa Dividen Payout menurun.
- b) Meningkatnya event pengumuman keputusan tidak bayar dividen lebih sering atau lebih besar dibandingkan event pengumuman keputusan membayar dividen.
- c) Rata-rata *Dividen Payout* selama priode tersebut dibawah 30% dan ini lebih rendah dibandingkan janji emiten saat *public expose* .
- d) Setiap tahun pada priode diatas rata-rata emiten yang tidak bayar dividen lebih dari 50% dari jumlah yang *listing*.
- e) Keputusan tidak membayar dividen menjadi masalah sebab hasil penelitian ini menunjukkan bahwa respon pasar negatif akibat keputusan emiten tidak membayar dividen (lihat hasil *Event Study* dan Regressi Multivariat).

2. Apa penyebab fenomena/masalah itu terjadi ? (lihat 3.6 Rancangan Pemecahan Masalah).

Penelitian terdahulu memberikan bukti empiris bahwa semakin enggannya emiten membayar dividen ada hubungannya dengan hutang, *size*, profitabilitas, *investment opportunity* dan *agency cost* . Penyebab terjadinya fenomena ini telah dibahas lebih luas pada latar belakang permasalahan dan pada 3.6 Rancangan Pemecahan Masalah.

Secara ringkas penyebab mengapa banyak emiten semakin enggan membayar dividen adalah karena kondisi emiten pada umumnya sebagai berikut :

- a) *Low agency cost (low dispersion of ownership)*
- b) *Size* atau *kapitalisasi pasar saham yang kecil* .
- c) Profitabilitas rendah .
- d) Tingginya *insolvency*.
- e) Tingginya peluang investasi.
- f) Likuiditas yang rendah.

4.5.2 Pemecahan Masalah *Disappearing Dividend*.

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan masing-masing model maka pemecahan masalah diatas akan mengikuti rancangan pemecahan masalah (3.6) , diringkas sebagai berikut :

- a) Melalui persamaan model multinomial Logit (3.15),(3.16) dan (3.17) dan hasil olah data penelitian pada tabel 4.9 , 4.10 dan 4.11. Pada tahapan ini akan diamati variabel yang menyebabkan masalah keengganan emiten

membayar dividen. Pengamatan dilakukan pada variabel yang memiliki *odd-ratio* terkecil (<1), signifikan negatif mempengaruhi keputusan dividen tunai, *stock* atau *mixed* dibandingkan keputusan tidak membayar dividen.

- b) Melalui persamaan *Model Event Study* (3.21 s/d 3.23) dan hasil olah data penelitian pada tabel 4.13, 4.14 dan 4.15. Pengamatan pada tahapan ini untuk memastikan bahwa keputusan tidak membayar dividen yang diumumkan memang mendapatkan reaksi pasar yang negatif.
- c) Melalui persamaan regresi multivariat (3.24) dan hasil olah data penelitian pada tabel 4.17, 4.18 dan 4.19. Pengamatan pada tahapan ini untuk memastikan reaksi pasar akibat keputusan dividend (CAAR) dipengaruhi seluruh variabel prediktor dan variabel keputusan baik secara sendiri-sendiri maupun bersama-sama (F-test). Ini berarti variabel tersebut merupakan variabel yang mendapatkan reaksi pasar.

4.5.3 Penentuan Variabel Solusi.

Melalui ketiga model diatas maka akan dapat ditentukan variabel solusi. Variabel solusi dalam penelitian ini yakni variabel yang direkomendasikan untuk menyelesaikan masalah menurunnya probabilitas perusahaan memilih keputusan dividen (apakah tunai, *stock dividend* atau kombinasi tunai dan *stock dividend*) dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen atau dikenal dengan *disappearing dividend phenomenon*.

Variabel solusi ditentukan melalui model multinomial logit, dipilih variabel yang **paling besar pengaruh negatifnya (*odd-ratio* terkecil dan < 1) atau paling dominan** serta **signifikan** terhadap keputusan tidak bayar dividen.

Bersumber pada tabel 4.9 , 4.10 dan 4.11 serta pembahasannya maka langkah-langkah pemilihan variabel solusi sebagai berikut :

1.Priode Pra-Krisis 2005-2008.

Melalui model *multinomial logit*, lihat tabel 4.9 dan kesimpulan pembahasannya . Ketika dibandingkan antara keputusan *cash dividend* terhadap keputusan tidak membayar dividen (model 1a) maka variabel yang paling berpengaruh mendorong emiten cenderung memilih mengumumkan keputusan tidak bayar dividen yakni karena *agency cost*, hutang , likuiditas dan peluang investasi.

Kemudian ketika dibandingkan keputusan *stock dividend* terhadap keputusan tidak bayar dividen (model 1b) ditemukan variabel *dominance* yang paling berpengaruh menyebabkan perusahaan memilih keputusan tidak membayar dividen adalah variabel *agency cost*.

Selanjutnya tidak ditemukan variabel *dominance* yang berpengaruh negatif dan signifikan ketika keputusan *mixed dividend* dibandingkan terhadap keputusan tidak membayar dividen.

Karena ke-4 variabel *dominance* diatas yaitu *agency cost*, hutang, likuiditas, dan peluang investasi selain pengaruhnya besar, signifikan terhadap keputusan tidak membayar dividen dan bersifat internal , maka variabel tersebut yang akan

dijadikan variabel solusi bagi manajemen untuk menyelesaikan masalah kecenderungan emiten tidak membayar dividen.

Jadi dengan membuat lebih tersebarinya kepemilikan saham yang menyebabkan *agency cost* menurun, menurunkan hutang melalui pembatasan hutang ke tingkat minimum, menjaga likuiditas minimal agar tidak overlikuid dan lebih selektif melakukan ekspansi atau peluang investasi terutama yang bisa menghemat dana akibatnya mendorong pemegang saham cenderung memilih keputusan *cash* dan *mixed dividend*. Semua tindakan diatas diharapkan akan menurunkan probabilita emiten memilih keputusan tidak membayar dividen (lihat tabel 4.9 model logit) dan beralih mengambil keputusan *cash* dan *stock dividend*. Semakin meningkatnya jumlah emiten yang memilih keputusan *cash* dan *stock dividend* maka akan semakin meningkatkan reaksi pasar CAAR yang positif (lihat tabel 4.13) dan *overall market reaction* positif pada *dcash* dan *dstock* yang signifikan ditunjukkan dengan hasil F-testnya (lihat tabel 4.17).

2.Priode Pasca-Krisis 2009-2012.

Bersumber pada tabel 4.10 model 1a, variabel yang paling berpengaruh (dominan) negatif dan signifikan terhadap keputusan cash dividend dan cenderung memilih mengumumkan keputusan tidak bayar dividen yakni variabel *agency cost* kemudian likuiditas.

Selanjutnya pada keputusan *stock dividend* tidak ada variabel prediktor *dominance* yang paling berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel

dependennya. Sedangkan pada keputusan mixed dividend ditemukan variabel *agency cost*.

Dua variabel *dominance* diatas yaitu *agency cost* dan likuiditas selain pengaruhnya negatif, signifikan, sangat menentukan dan variabel tersebut bersifat internal maka variabel tersebut dapat dijadikan manajemen sebagai variabel solusi untuk menyelesaikan masalah kecenderungan perusahaan tidak membayar dividen.

Jadi pasca-krisis dengan lebih membuka diri kepemilikan saham bagi orang luar (*outsider ownership*) serta mempertahankan likuiditas pada tingkat yang dibutuhkan diharapkan akan mengurangi keinginan emiten memilih keputusan tidak membayar dividen (lihat tabel 4.10 model logit) dan beralih mengambil keputusan *cash* dan *mixed dividend*. Semakin meningkatnya jumlah emiten yang memilih keputusan *cash* dan *mixed dividend* maka akan semakin meningkatkan reaksi pasar CAAR yang positif (lihat tabel 4.14) dan *overall market reaction* pada *dmixed* dan *dcash* yang signifikan ditunjukkan dengan hasil F-testnya (lihat tabel 4.18).

3. Priode Keseluruhan 2005-2012.

Berdasarkan tabel 4.11 model 1a, variabel yang paling berpengaruh dominan negatif dan signifikan terhadap keputusan *cash dividend* dan emiten lebih cenderung memilih mengumumkan keputusan tidak bayar dividen yakni variabel *agency cost*, hutang, likuiditas dan peluang investasi.

Selanjutnya bila dibandingkan keputusan *stock dividend* terhadap keputusan tidak bayar dividen (model 1b) ditemukan variabel predictor *dominance* yang paling berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel dependennya yakni variabel *agency cost*.

Namun ketika dibandingkan keputusan *mixed dividend* terhadap keputusan tidak bayar dividen (model 1c) ditemukan variabel *dominance* yang paling berpengaruh signifikan negatif menyebabkan emiten lebih memilih mengumumkan keputusan tidak bayar dividen yakni variabel *agency cost* dan hutang.

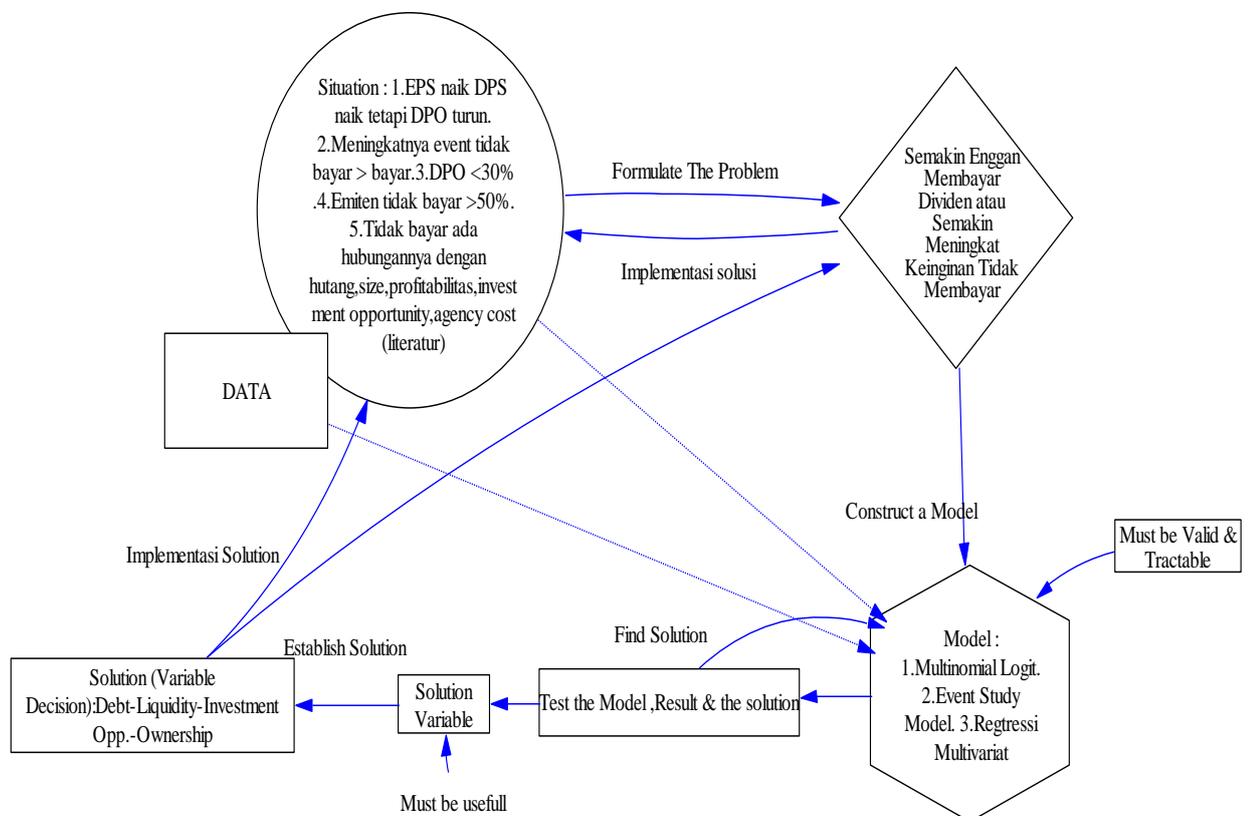
Empat variabel *dominance* diatas yaitu *agency cost*, hutang, likuiditas dan peluang investasi selain pengaruhnya negatif, signifikan dan *dominance* tetapi juga bersifat internal maka variabel tersebut dapat digunakan manajemen sebagai variabel solusi untuk menyelesaikan masalah kecendrungan perusahaan tidak membayar dividen.

Berdasarkan data keseluruhan periode 2005-2012, solusi yang perlu dilakukan perusahaan untuk mengatasi keengganan membayar dividen yakni lebih membuka diri kepemilikan saham bagi *outside stockholder*. Meminimumkan hutang agar masih ada peluang memberikan dividen. Menjaga likuiditas minimum, tidak perlu over likuid sehingga membuka kesempatan membayar dividen. Kemudian mengendalikan bisnis tidak terlalu ekspansif dengan memilih peluang investasi yang layak dan pembiayaannya murah. Solusi diatas tidak hanya akan menurunkan keinginan emiten untuk tidak membayar dividen tetapi juga akan membuat sebagian emiten beralih memilih keputusan

cash, stock dan *mixed dividend* (lihat tabel 4.11). Akibat akhirnya akan meningkatkan reaksi pasar CAAR yang positif (lihat tabel 4.15) dan *overall market reaction* yang positif pada *dcash, dstock dan dmixed* yang signifikan (lihat tabel 4.19)..

Karena semua variabel solusi bersifat internal maka respon pasar akan positif atau negatif akan sangat tergantung oleh kebijakan yang dibuat emiten. Penemuan variabel solusi merupakan hasil yang sangat penting karena akan membantu memecahkan masalah. Masalah terkait dengan efektivitas dalam mengumumkan keputusan dividen agar mendapatkan respon pasar yang positif. Serta masalah ketakutan perusahaan yang tidak beralasan bila memilih keputusan membayar dividen. Khawatir tidak bisa bayar hutang dengan bunganya, tidak likuid, kesulitan mencari pembiayaan untuk ekspansi karena adanya peluang investasi. Oleh karenanya emiten harus hati-hati ketika memilih keputusan dividen yang sesuai agar mendapatkan respon pasar dan meningkatkan *value of the firm*. Bagi investor, dengan memperhatikan variabel solusi berarti semakin besar peluang mendapatkan abnormal return akibat pengumuman keputusan dividen.

Kerangka pemecahan masalah dapat digambarkan sebagai berikut :

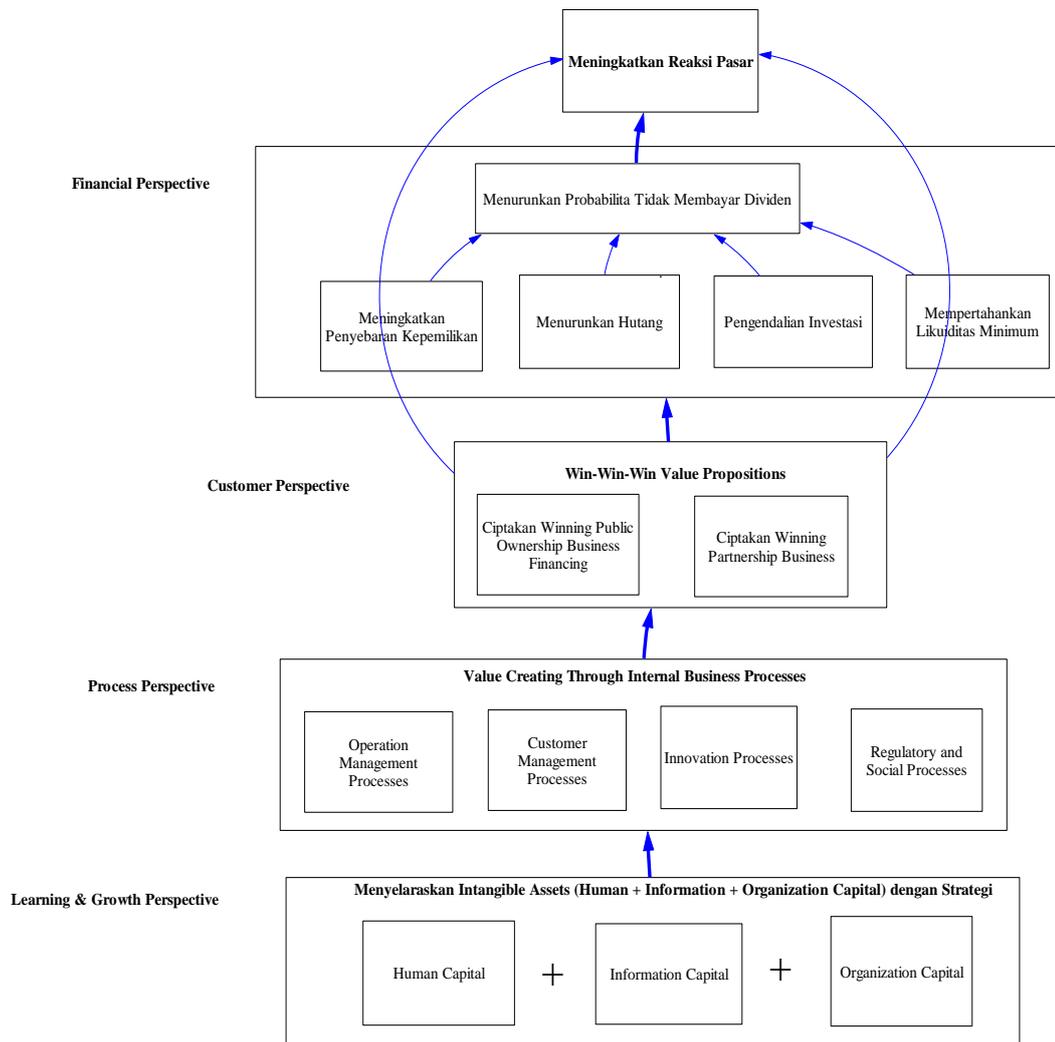


Gambar 4.1 Kerangka Pemecahan Masalah

4.5.4 Pemetaan Strategi .

Tujuan pokok dari penelitian ini adalah ingin mengetahui variabel –variabel yang paling dominan mempengaruhi emiten memilih mengumumkan keputusan tidak membayar dividen.

Untuk mendapatkan jawaban atas permasalahan tersebut maka dibuat model multinomial logit. Model logit pada penelitian ini menemukan bukti bahwa variabel-variabel yang paling berpengaruh (variabel dominan) terhadap kecenderungan perusahaan tidak membayar dividen yakni variabel *agency cost*, hutang , likuiditas dan *investment opportunity* .



Gambar 4.2. Pemetaan Strategi

Sumber :Hasil penelitian disertasi;Pembahasan Kerangka Pemecahan Masalah Disertasi;Panduan penulisan Disertasi DMB Unpad;Modifikasi dari Kaplan & Norton (2004);Wirasmita (2004).

Umumnya tujuan melakukan pemetaan strategi bagi perusahaan seperti gambar 4.2 diatas adalah sebagai alat untuk memecahkan permasalahan serta pemberian rekomendasi bagi semua pihak atau *stakeholders*. Pada penelitian ini tujuan pemetaan adalah ingin menjelaskan tema strategi dan straregi-strategi operasional yang perlu dilaksanakan perusahaan untuk meningkatkan probabilita perusahaan membayar dividen atau mengatasi menurunnya keengganan bayar dividen yang

menjadi masalah utama hasil penelitian . Strategi mengatasi masalah tersebut dipilih berdasarkan variabel solusi yang diperoleh dari model logit .

Pemetaan strategi diperlukan untuk menterjemahkan tujuan pada level yang tinggi dan strategis kedalam tujuan-tujuan khusus yang lebih mudah dimengerti seluruh karyawan dan dapat dijadikan sebagai pedoman mereka didalam bertindak.

Pemetaan strategi pada penelitian ini disusun berdasarkan hasil model penelitian disertai, kerangka pemecahan masalah dan memodifikasi model *balanced scorecard* dari Kaplan & Norton (2004). Pembahasan dimulai dengan *financial perspective* dilanjutkan secara berurutan dengan perspektif *customer*, *internal* dan *learning and growth*. Kemudian pada akhirnya pada pemetaan strategi keseluruhan 4 perspektif diatas ditampilkan secara bersamaan.

Pada Level Financial Perspective : Tema strategy dalam jangka pendek yakni menurunkan probabilita emiten tidak membayar dividen dan dalam jangka panjang meningkatkan reaksi pasar (shareholder value) .

Perspektif financial merupakan perspektif awal dari pemetaan strategi perusahaan. *Strategic Themes* atau tema strategis pada perspektif ini yang menjadi tujuan akhir pemetaan strategi seperti terlihat pada gambar 4.2 diatas yakni dalam jangka pendek menyelesaikan masalah utama yakni menurunkan keinginan atau probabilita emiten tidak membayar dividen atau meningkatkan keinginan perusahaan memilih keputusan membayar dividen. Sedangkan dalam jangka panjang meningkatkan shareholder value yang tercermin pada kenaikan harga

saham atau reaksi pasar (CAAR). Keseimbangan diantara kedua ini akan menentukan pemetaan strategi pada perspektif berikutnya yang perlu untuk mendukung pencapaiannya.

Pada dasarnya untuk mencapai *strategic themes* pada perspektif ini yaitu mengendalikan variabel yang paling berpengaruh (*dominance variable*). Menurut model tersebut pokok pikiran (*themes*) untuk memperbaiki menurunnya keinginan perusahaan tidak membayar dividen caranya adalah sebagai berikut :

- 1) Meningkatkan penyebaran kepemilikan (*ownership dispersion of number of common stockholders*). Bila semakin menyebar kepemilikan diantara *outside stockholder* maka *agency cost* meningkat sehingga mendorong keinginan emiten untuk memilih keputusan membayar dividen dalam rangka meminimumkan *agency problem*. Atau menurunkan keinginan tidak membayar. Saran yang diperoleh dari model penelitian ini sejalan dengan pendapat *Agency hypothesis of dividends* dari Jensen dan Meckling (1976), Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984).
- 2) Menurunkan hutang sampai pada tingkat yang minimal dimana *cost of debt* termurah. Penurunan hutang akan meningkatkan probabilita emiten memilih keputusan membayar dividen. Rekomendasi penelitian ini sependapat dengan sarannya Rozeff (1982), Aivazian et al.(2003), Aivazian et al.(2006) dan Al-Malkawi (2008).
- 3) Membatasi atau mengendalikan investasi sampai pada tingkat yang optimal/feasible, tidak *over-investment* atau tidak membentuk cadangan laba yang berlebihan. Jadi saran pengendalian investasi ini dalam rangka

menurunkan keengganan perusahaan tidak membayar dividen sesuai dengan rekomendasinya Rozeff (1982) dan Fama and French (2001) .

- 4) Mempertahankan likuiditas di tingkat minimum yang diperlukan. Sehingga tidak terjadi *over-liquid*. Emiten tidak perlu merasa khawatir kekurangan cashflow. Bila saran likuiditas minimal ini dipertahankan maka diharapkan kelebihan arus kas dapat digunakan untuk membayar dividen. Sehingga akan menurunkan probabilita emiten tidak membayar dividen. Rekomendasi penelitian ini sesuai dengan saran hasil penelitian Suharli (2007) di Indonesia, Gupta dan Charu Banga (2010) di India .

Pada Level Customer Perspective: Strategi dengan Tema Penciptaan *Customer Value* melalui *Win-Win-Win Value Proposition*.

Untuk mendukung tercapainya tema strategic pada perspektif financial yakni memperbaiki menurunnya keinginan perusahaan tidak membayar dividen maka dibutuhkan *strategic themes* pada perspektif *customer* yang akan menggerakkan pelanggan untuk mau melakukan pembelian sekaligus mendukung upaya perbaikan yang ada pada perspektif financial. Untuk itu dibutuhkan *strategic themes* pada perspektif *customer* dengan tema *Win-Win-Win Value Proposition*.

Win-Win-Win Value Proposition adalah manfaat atau value yang ditawarkan perusahaan tidak hanya menguntungkan (*win*) bagi bisnis emiten saja tapi juga menguntungkan bagi semua pihak *stakeholder* maupun *customer*.

Strategi atau upaya yang dilakukan agar tema *Win-Win-Win Value proposition* pada perspektif *customer* tercapai maka ada dua strategi yang dipilih. Kedua

strategi tersebut adalah sebagai berikut :

1) Ciptakan *Winning Partnership Business*.

Menciptakan bisnis dengan *partnership* atau *alliansi*. Bisnis ini akan sukses bila perusahaan yang masuk pada *market-alliances* mampu memberikan *value* atau manfaat bagi bisnisnya, *partner* maupun *joint-customer*. Inilah kunci agar terjadi *sustainable partnership*. *Customer value* akhirnya akan diterjemahkan menjadi *value* bagi *partner* didalam menciptakan produk/jasa atau peluang baru .

Agar *partnership* sukses maka perusahaan harus berhasil menciptakan *partnering value* dalam tiga dimensi (Phoenix,2015) :

- a) *Solution Value*: berarti *partnership* harus mampu memberi solusi terhadap *costumer needs*. Hal tersebut akan menciptakan *competitive advantage value* bagi bisnis *partnership* tersebut serta meningkatkan penjualan.
- b) *Financial value* : akan memotivasi masing-masing pihak yang terlibat dalam *partnership* meningkatkan investasi dan komitmen terhadap *alliansi*.
- c) *Sales and Marketing Value* yang mendorong masing-masing pihak aktif dalam melakukan penjualan dan *joint-selling*.

Berdasarkan pembahasan diatas penelitian ini memberi saran dalam rangka mengatasi menurunnya keinginan emiten membayar dividen sebaiknya emiten menciptakan bisnis dengan *partnership* atau *alliansi*. Saran ini sejalan dengan pendapatnya Kaplan & Norton (2004). Bila rekomendasi ini dilaksanakan maka akan meningkatkan penyebaran kepemilikan diantara *outside stockholder* ,

menurunkan hutang , tidak perlu membiayai investasi berlebihan serta cukup mempertahankan likuiditas minimal. Akibat berikutnya akan menurunkan probabilita perusahaan tidak membayar dividen sesuai dengan rekomendasinya Jensen dan Meckling (1976), Rozeff (1982) ,Fama and French (2001),Suharli (2007) serta Gupta dan Charu Banga (2010).

2) Menciptakan *Winning Public Ownership Business Financing*.

Menciptakan bisnis mengandalkan pembiayaan dari publik (*outsider stockholder*). Pembiayaan bisnis ini akan sukses bila perusahaan yang mendapatkan pembiayaan mampu memberikan value atau manfaat bagi bisnisnya, *outside stockholder* maupun customernya. Pembiayaan yang memiliki atribut atau value seperti ini oleh customer dipandang sebagai *win-win-win value proposition*.

Manfaat pembiayaan jenis ini akan membantu perusahaan tidak perlu membayar kewajiban bunga sehingga harga produknya akan kompetitif. Bagi *outside stockholder* bisa ikut mengendalikan bisnis sehingga perusahaan mampu menghasikan produk dan jasa yang berkualitas sesuai harapan customer. Pengendalian bisnis ini juga dapat dilakukan dengan melaksanakan *strong corporate governance*.

Memilih strategi pembiayaan seperti ini maka akan mendorong emiten mempercepat penciptaan *win-win-win value proposition (customer value proposition)* yaitu nilai atau manfaat yang ditawarkan kepada pelanggan oleh emiten sesuai harapan pelanggan. Hal ini akan mendorong pelanggan mengapa membeli produk dan jasa dari perusahaan kita bukan membeli dari pesaing. Akibatnya akan meningkatkan pelanggan baru dan profitabilitas per pelanggan.

Berdasarkan uraian diatas penelitian ini memberi saran agar emiten membiayai bisnis dengan mengandalkan pembiayaan dari publik *outside stockholder*. Pembiayaan jenis ini tidak hanya akan meningkatkan *customer value* saja (Kaplan & Norton; 2004). Tetapi juga akan meningkatkan penyebaran kepemilikan diantara *outside stockholder* ,menurunkan hutang dan beban bunga serta perusahaan tidak perlu over-likuid cukup mempertahankan likuiditas minimal. Perbaikan ini akan menurunkan kemungkinan perusahaan tidak membayar dividen sesuai dengan rekomendasinya Jensen dan Meckling (1976), Rozeff (1982) ,Suharli (2007) serta Gupta dan Charu Banga (2010).

Pada Level Internal Perspective: Strategi dengan tema Penciptaan *Value* melalui *Internal Business Processes*.

Untuk mendukung pencapaian strategi pada kedua perspektif financial dan *customer* diatas maka emiten membutuhkan *internal business process* yang kinerjanya sangat baik. Pada proses internal bisnis ini emiten perlu menetapkan strategi atau serangkaian tindakan seperti apa yang perlu dilaksanakan agar perusahaan dapat unggul dibanding pesaing didalam memenuhi harapan pelanggan.

Merujuk Kaplan & Norton (2004) untuk penciptaan *value* maka ada 4 proses didalam internal perusahaan yang perlu dilaksanakan secara prima , yaitu :

- 1) *Operation Management Processes*.

Termasuk didalamnya proses-proses seperti berikut:

- a) Menciptakan hubungan baik terhadap supplier. Berdampak terhadap *Partner Value* pada *customer perspective*.
- b) *Production*: menghasilkan produk dan jasa yang memperbaiki *cost structure*. Berdampak terhadap *partner*, *stockholder* dan *customer value* pada *customer perspective* karena menikmati *low cost*.
- c) *Distribution*: distribusi produk ke *customer on-time delivery*. Berdampak terhadap *customer value* pada *customer perspective*.
- d) *Risk Management*. Perusahaan memberi *value* untuk pelanggannya dengan cara mengurangi resiko yang dihadapi pelanggan. Hal ini akan berdampak terhadap *customer value*.

2) *Customer Management Processes*:

- a) Tetapkan *targeted customers*
- b) Pilih *targeted customer*.
- c) Mempertahankan *customer (retain customer)*.
- d) Mengembangkan bisnis dengan pelanggan.

Customer management process pada intinya adalah memperluas dan memperdalam *relationship* terhadap *targeted customer*. Berdampak terhadap *customer value*.

3) Proses Inovasi.

Managing innovation termasuk didalamnya proses-proses sebagai berikut:

- a) Identifikasi peluang untuk produk baru.
- b) Pilih *project*.
- c) Disain dan pengembangan produk/jasa.

d) Meluncurkan produk baru.

Bila proses inovasi sukses maka berdampak terhadap *functionality product* dan *quality*. Berarti meningkatkan *customer value* pada perspektif *customer*.

4) *Regulatory and Social Processes*.

a) Perbaiki : *environmental, health dan safety performance*.

b) *Manage regulatory processes*.

c) Terapkan *excellent employment practice*.

d) Tingkatkan *community investment*.

Bila emiten peduli terhadap *regulatory dan social process* ini akan meningkatkan daya tarik bagi karyawan yang berkualitas. Akibatnya meningkatkan produktifitas dan menurunkan *operating cost*. Biasanya perusahaan yang memiliki reputasi yang baik tentang ini akan meningkatkan *image* dimata customernya (*customer value*) maupun investor yang peduli masalah sosial.

Pada Level Learning and Growth: Strategi dengan tema menyelaraskan Intangible Assets (*Human + Information + Organization Capital*) dengan strategi.

Perspektif ke 4 ini pada intinya menerangkan bagaimana peran *intangible asset* mendukung pencapaian strategi pada perspektif di atasnya seperti **internal, costumer dan financial**. Mencari upaya yang perlu dilakukan emiten agar dapat mempertahankan kemampuannya melakukan perbaikan pada 3 perspektif tersebut.

Penelitian ini memberi saran tentang persiapan yang dibutuhkan untuk pengelolaan *intangible asset* ini dalam 3 kategori , mengikuti cara pandang Kaplan & Norton (2004).

- 1) Human capital : emiten harus mempersiapkan karyawannya memiliki *skill,talent* dan *knowledge (staff competencies)* untuk mendukung pencapaian strategi.
- 2) *Information capital* : emiten harus mempersiapkan sistim informasi, *network* dan infrastruktur (*technology infrastructure*) yang memadai untuk mendukung strategi.
- 3) *Organization capital* : emiten harus bisa mempersiapkan *skill/training, knowledge* dan *teamwork* agar organisasi mampu memobilisasi dan mempertahankan proses perubahan yang diperlukan untuk mengeksekusi strategi (*climate for action*).

4.5.5 Operasionalisasi Strategi, Rencana Tindakan serta Rencana Evaluasi dan Pengendalian.

Pemetaan strategi menggambarkan hubungan logis antar strategi didalam operasionalisasinya. Strategi operasional pada internal proses tidak akan dapat menciptakan value bila tidak ada dukungan dari strategi operasional *intangible asset* seperti *human* , *information* dan *organization capital*. Kemudian strategi operasional pada perspektif customer yakni *Win-Win-Win Value Proposition* tidak akan tercapai bila tidak mendapat dukungan yang mencukupi dari *internal business process*. *Balanced scorecard* akan menerjemahkan strategi operasional

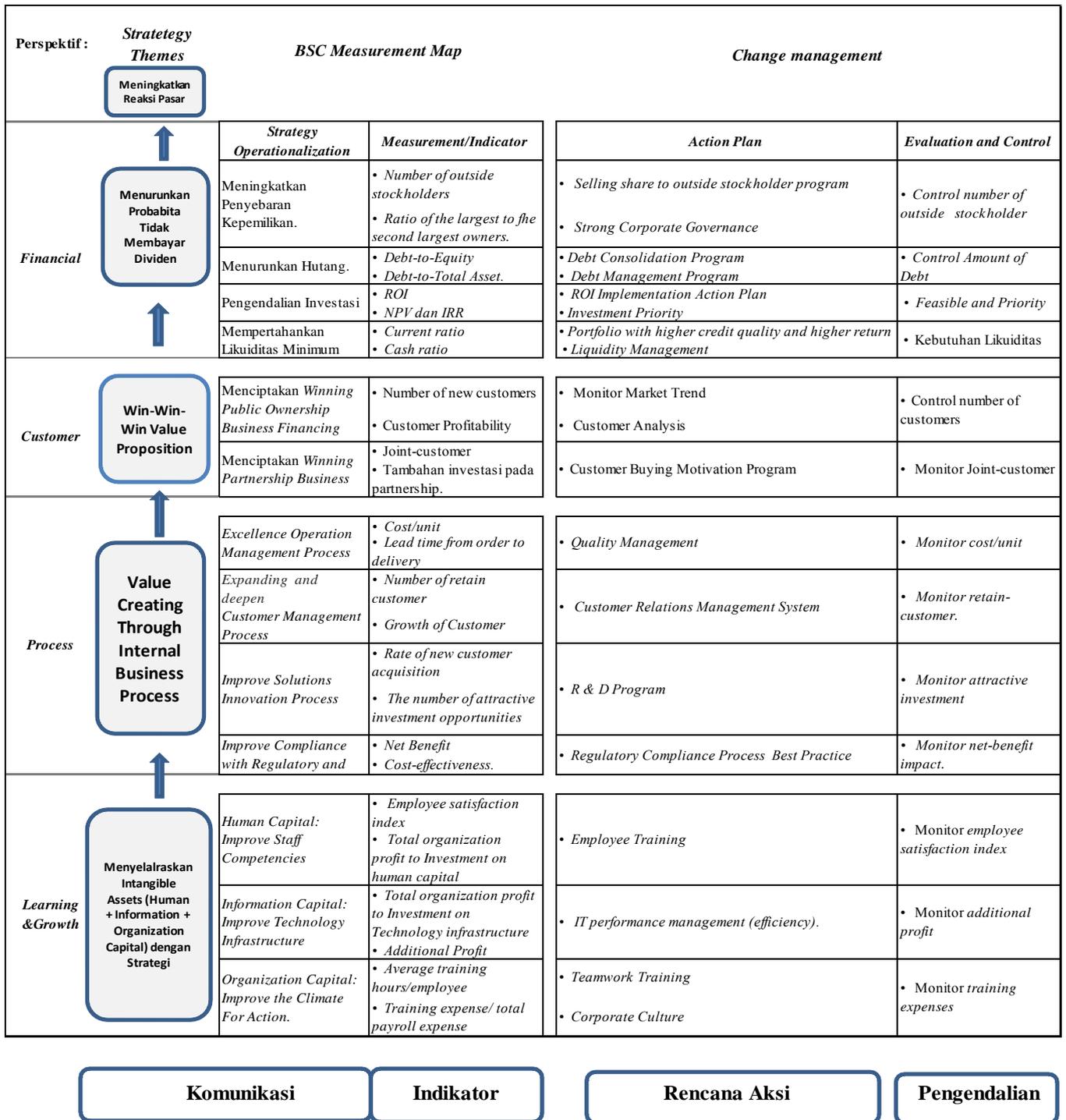
pada pemetaan strategi diatas ke pengukurannya atau indikator (*measurement*), rencana tindakan (*action plan*) dan pengendaliannya (*evaluation and control*) .

Meskipun strategi operasional telah diidentifikasi dan diukur indikatornya tetapi tujuan mengatasi masalah tidak akan dapat diselesaikan begitu saja. Emiten harus menetapkan serangkaian rencana tindakan (*action plan*) dan pengendaliannya termasuk mengalokasikan sumberdaya manusia, informasi dan pendanaannya untuk setiap program *action plan*.

Oleh karena itu, pelaksanaan strategi harus dimanage melalui pelaksanaan rencana tindakan (*action plan*) dan tidak bisa dilepas tetapi harus dikendalikan melalui *Evaluation and Control Plan*.

Gambar 4.3 berikut dibawah ini menggambarkan hubungan antara tema strategi dengan strategi operasionalnya, tolak ukur (*measurement*), rencana tindakan (*action plan*) untuk eksekusi dan pengendaliannya agar tidak keluar dari tujuan menyelesaikan masalah yakni **memberikan solusi untuk mengatasi masalah semakin banyaknya jumlah emiten di pasar modal yang enggan membayar dividen (*disappearing dividend phenomenon*)**.

Gambar 4.3. Operasionalisasi Strategi, Rencana Tindakan serta Rencana Evaluasi dan Pengendalian.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Tujuan penelitian ini ingin memberikan solusi untuk mengatasi masalah kecenderungan menurunnya jumlah emiten di Bursa Efek Indonesia yang memilih keputusan membayar dividen dibandingkan dengan yang memilih keputusan tidak bayar dividen. Untuk itu disusun model yang valid dengan tujuan mencari variabel solusi. Melalui uji pengaruh variabel prediktor (penyebab) dengan model multinomial, dilanjutkan dengan uji menggunakan model event study untuk melihat efektivitas keputusan dilihat dari reaksi pasar. Kemudian diuji lagi dengan model regresi multivariat untuk memastikan bahwa variabel prediktor memang berpengaruh terhadap reaksi pasar. Akhirnya penelitian ini menemukan hasil dalam rangka menjawab rumusan masalah:

1) Melalui persamaan model multinomial logit :

a) Pengaruh variabel prediktor terhadap pilihan keputusan *cash dividend* .

Pengamatan pada priode pra-krisis 2005-2008, pasca-krisis 2009-2012 dan priode keseluruhan 2005-2012, secara parsial maka kecenderungan perusahaan memilih keputusan *cash dividend* dibandingkan memilih keputusan tidak membayar dividen (model 1a) untuk masing-masing priode tersebut dipengaruhi dengan signifikan oleh variabel *size* secara positif, *profitability* (+), hutang (-) dan peluang investasi (-). Hasilnya konsisten dengan hipotesisnya H2 sampai dengan H5.

Sedangkan *agency cost* dan likuiditas berpengaruh negatif berlawanan arah dengan hipotesisnya H2 dan H6. Seluruh variabel diatas secara parsial signifikan pengaruhnya terhadap keputusan *cash dividend* kecuali hutang dan peluang investasi tidak signifikan pada saat pasca-krisis. Namun secara simultan seluruh variabel atau sekurang-kurangnya 1 variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan *cash dividend* untuk ketiga periode. Hasil riset ini konsisten dengan *Signalling Theory* , *Bird in The Hand Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Kemudian faktor yang paling menentukan probabilitas perusahaan memilih keputusan *cash dividend* adalah *size* dan profitabilitas emiten

b) Pengaruh variabel prediktor terhadap pilihan keputusan *stock dividend*.

Pengamatan pada ketiga priode, kecenderungan perusahaan memilih keputusan *stock dividend* (model 1b) secara parsial hanya dipengaruhi oleh dua variabel saja yang signifikan pada priode pra-krisis 2005-2008 dan priode keseluruhan 2005-2012. Variabel tersebut yaitu *agency cost* berpengaruh negatif berlawanan dengan hipotesisnya H1 dan *size* berpengaruh positif sesuai dengan hipotesisnya H2. Sedangkan pada pasca-krisis tidak ada variabel prediktor yang berpengaruh signifikan. Namun secara simultan seluruh variabel atau sekurang-kurangnya 1 variabel prediktor berpengaruh signifikan

terhadap keputusan *stock dividend* pada masing-masing periode. Hasil riset ini konsisten dengan *Signalling Theory*, *Bird in The Hand Theory* dan *Residual Dividend Theory*. Selanjutnya faktor yang paling menentukan probabilita perusahaan memilih keputusan *stock dividend* adalah *size*.

c) Pengaruh variabel prediktor terhadap pilihan keputusan *mixed dividend*.

Meneliti ketiga priode, kecenderungan perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* (model 1c) secara parsial untuk priode pra-krisis hanya dipengaruhi oleh variabel *size* saja yang signifikan positif sesuai hipotesisnya H2. Pada priode pasca-krisis 2009-2012 dan priode keseluruhan 2005-2012 yang berpengaruh signifikan yaitu *agency cost* berpengaruh negatif berlawanan dengan hipotesisnya H1 dan *size* beserta *profitability* berpengaruh positif sesuai dengan hipotesisnya H2 dan H3. Sedangkan variabel hutang hanya berpengaruh signifikan negatif sesuai hipotesisnya H4 pada priode 2005-2012. Meskipun peluang investasi dan likuiditas tidak berpengaruh. Namun secara simultan seluruh variabel atau sekurang-kurangnya 1 variabel prediktor berpengaruh signifikan terhadap keputusan *mixed dividend* pada masing-masing periode. Hasil penelitian ini konsisten dengan *Signalling Theory*, *Bird in The Hand Theory* dan *Residual Dividend Theory* Kemudian faktor yang paling menentukan probabilita

perusahaan memilih keputusan *mixed dividend* adalah *size* dan profitabilitas emiten.

2) Melalui persamaan *Model Event Study* : uji reaksi pasar akibat pengumuman keputusan dividen.

Pengamatan hasil penelitian pada masing-masing periode menunjukkan bahwa ada reaksi pasar positif akibat pengumuman keputusan *cash dividend*, *stock dividend* dan *mixed dividend* sesuai dengan hipotesis H7, H8 dan H9. Konsisten dengan Signalling Theory. Tetapi reaksi pasar negatif akibat keputusan tidak membayar dividen dan hasil ini tidak sesuai dengan hipotesisnya H10.

3) Melalui persamaan *Model Regresi Multivariat* : uji pengaruh variabel prediktor terhadap reaksi pasar.

- a) Secara partial, untuk masing-masing periode seluruh variabel prediktor (karakteristik perusahaan) *agency cost*, *size*, *profitability*, *solvency*, *investment opportunity* serta *liquidity* berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Kecuali *agency cost* dan *peluang investasi* untuk pra-krisis, peluang investasi dan likuiditas pada periode pasca-krisis 2009-2012 serta *agency cost* pada periode 2005-2012.

- b) Secara simultan seluruh variabel atau paling tidak 1 variabel prediktor berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Konsisten dengan *Signalling Theory*.

5.2 Saran-Saran

5.2.1 Saran untuk Perusahaan (Emiten)

I. Agar Efektif (mendapatkan respon pasar) Ketika Memilih Keputusan Dividen.

Penemuan variabel solusi merupakan hasil yang sangat penting bagi emiten agar keputusan dividen yang dipilih dan diumumkan efektif karena mendapat reaksi pasar yang positif dan menyelesaikan masalah. Oleh karenanya emiten harus hati-hati ketika memilih keputusan dividen yang sesuai agar mendapatkan respon pasar dan meningkatkan *value of the firm*.

- 1) Pada saat ekonomi tidak baik (krisis)
 - a) Sebaiknya lebih memilih keputusan cash dividend (dibandingkan dengan tidak membayar dividen): bila semakin besar *size* dan profitabilitas serta semakin kecil *agency cost*, hutang, likuiditas, dan peluang investasi emiten. Supaya keputusan ini mendapatkan respon pasar yang positif.
 - b) Sebaiknya lebih memilih keputusan *stock dividend* atau *mixed dividend*: bila *size* meningkat. Sebab reaksi pasar atas keputusan ini positif.
 - c) Sebaiknya lebih memilih keputusan tidak membayar dividen : bila semakin menurun *size* dan profitabilitas serta semakin

meningkatnya *agency cost*, hutang, likuiditas, dan peluang investasi emiten. Pada saat krisis, keputusan ini disarankan karena mendapatkan respon pasar yang positif.

2) Pada saat pasca krisis :

- a) Sebaiknya lebih memilih keputusan *cash dividend* (dibandingkan dengan tidak membayar dividen): pada saat semakin besar *size* dan profitabilitas serta semakin menurunnya likuiditas dan *agency cost*. Keputusan ini disarankan agar mendapatkan respon pasar yang positif.
- b) Sebaiknya lebih memilih keputusan *stock dividend* : bila *agency cost* dan hutang meningkat. Keputusan ini direkomendasikan agar mendapatkan respon pasar.
- c) Sebaiknya lebih memilih keputusan *mixed dividend* : bila *size (market capitalization)* dan profitabilitas meningkat serta *agency cost* menurun. Agar memperoleh reaksi pasar yang positif.
- d) Tidak disarankan memilih keputusan tidak membayar dividen : karena reaksi pasarnya negatif.

3) Secara umum :

- a) Sebaiknya lebih memilih keputusan *cash dividend* (dibandingkan dengan tidak membayar dividen): bila semakin meningkat *size (market capitalization)* dan profitabilitas serta semakin menurunnya hutang, likuiditas, *agency cost* dan peluang investasi. Bila demikian maka keputusan ini akan memperoleh

reaksi pasar yang positif.

- b) Sebaiknya lebih memilih keputusan stock dividend :
 bila size (*market capitalization*) meningkat dan agency cost menurun. Bila demikian maka keputusan ini akan memperoleh reaksi pasar yang positif.
- c) Sebaiknya lebih memilih keputusan mixed dividend : bila size (*market capitalization*) dan profitabilitas meningkat serta menurunnya hutang dan agency cost. Bila demikian maka reaksi pasar akan positif akibat keputusan tersebut.
- d) Sebaiknya tidak memilih keputusan tidak membayar dividen karena respon pasarnya negatif.

II. Strategi Mengatasi Masalah Kecenderungan Tidak Membayar Dividen.

Pihak emiten memiliki strategi yang dapat mengatasi masalah kecenderungan untuk tidak membayar dividen (*lower willingness to pay dividend*) dengan melakukan tindakan sebagai berikut :

Pada perspektif financial : menurunkan probabilita memilih keputusan tidak membayar dividen

- 1) Meningkatkan *ownership dispersion of number of common stockholders*.
- 2) Menurunkan hutang sampai pada tingkat yang minimal dimana *cost of debt* termurah.
- 3) Membatasi atau mengendalikan investasi sampai pada tingkat yang

optimal/feasible dan tidak *over-investment*.

- 4) Mempertahankan likuiditas di tingkat minimum yang diperlukan.

Pada perspektif pelanggan : menciptakan *customer value* melalui *Win-Win Value Proposition*.

- 1) *Create Winning Partnership Business.: Customer Buying Motivation Program*
- 2) *Create Winning Public Ownership Business Financing: Selling share to outside stockholder program, Strong Corporate Governance.*

Pada perspektif proses bisnis : menciptakan *value* melalui proses bisnis.

- 1) *Operation Management Processes : Quality Management*
- 2) *Customer Management Processes: Customer Relations Management System*
- 3) *Proses Inovasi : R & D Program.*
- 4) *Regulatory and Social Processes : Regulatory Compliance Process Best Practice.*

Pada perspektif Learning and Growth : Menyelaraskan Intangible Assets (*Human + Information + Organization Capital*) dengan strategi.

- 1) *Human Capital: Improve Staff Competencies .*
- 2) *Information Capital:Improve Technology Infrastructure .*
- 3) *Organization Capital: Improve the Climate For Action.*

5.2.2 Saran untuk Investor

Bagi investor, dengan memperhatikan variable solusi berarti semakin besar peluang mendapatkan abnormal return akibat pengumuman keputusan dividen. Investor sebaiknya memperhatikan bagaimana kondisi variabel prediktor (karakteristik keuangan) emiten pada saat mengumumkan keputusan dividen. Sebaiknya perhatikan saran-saran penelitian ini untuk perusahaan (emiten) seperti yang ada pada 5.2.1 diatas. Saran-saran tersebut merupakan saran agar keputusan dividen yang diambil perusahaan mendapatkan respon pasar artinya saran agar menghasilkan abnormal return.

Investor disarankan juga untuk melihat kapan waktunya membeli saham perusahaan yang akan melakukan pengumuman keputusan dividen (*timing*). Perhatikan tabel 4.13 , 4.14 dan 4.15. Agar memperoleh *abnormal return* yang optimal.

Kepada investor yang motivasinya membeli saham mengharapkan dividen maka sebaiknya tidak membeli saham emiten yang memiliki hutang, likuiditas, peluang investasi dan konsentrasi kepemilikan yang tinggi. Karena emiten tersebut cenderung tidak akan membayarkan dividen.

5.2.3 Saran untuk Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini tidak memasukkan emiten lembaga keuangan bank dan non-bank (*financial firm*) seperti bank, perusahaan asuransi,

perusahaan sekuritas serta *financial-related firm* lainnya untuk diteliti. Bagi peneliti yang berminat dapat mencoba memasukkan perusahaan-perusahaan seperti diatas kedalam sampel penelitiannya.

Bagi peneliti lain yang berminat untuk melakukan penelitian pada saat-saat seperti sekarang dimana banyak *event-event* lain yang terjadi disekitar event pengumuman keputusan dividen emiten .Maka disarankan dapat memperpendek event window menjadi 5 atau 7 hari untuk menghindari tumpang tindih dengan event yang lain sehingga respon pasar bercampur.

5.2.4 Saran untuk Regulator (Pasar Modal).

Sebaiknya pasar modal menyampaikan informasi yang berkaitan dengan pengumuman dividen oleh emiten secepatnya dapat diterima investor. Lebih transparan dan mudah mengaksesnya. Masalah ini penting agar investor dapat dengan cepat mengambil keputusan investasi. Serta setiap ada perubahan informasi pada emiten langsung dengan cepat tercernin pada harga saham perusahaan.

Sebaiknya Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan BEI membuat aturan mengenai keputusan emiten tidak membayar dividen ini, agar ada keteraturan dan kedisiplinan bagi manajemen didalam mengelola perusahaan. Serta melindungi investor yang lebih menyenangi dividen dibandingkan capital gain. Mereka lebih menghargai dividen yang lebih pasti pada saat ini dibandingkan capital gain dimasa mendatang terutama investor-investor retail/publik. Inti dari pengaturan

ini agar perkembangan bursa yang sedang memperbesar dan menarik jumlah investor dapat dipertahankan dan masalah ini penting bagi kelangsungan industri pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Aamir, Muhammad and Syed Zulfikar Ali Shah., 2011. Dividend Announcement and The Abnormal Return for The Event Firm and its Rivals. Australian Journal of Business and Management Research. November-2011
- Adam, Tim and Vidhan K. Goyal. 2000. The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence
- Aharony, Joseph and Itzhak Swary. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. The Journal of Finance, Vol. 35, No. 1 (Mar., 1980).
- Aivazian, Varouj, Laurence Booth, and Sean Cleary. 2003. "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?", The Journal of Financial Research 26, 371-387.
- Aivazian, Varouj A., Laurence Booth, and Sean Cleary. 2006. "Dividend Smoothing and Debt Ratings." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41: 2, 439-453.
- Akbar, Muhammad and Humayun Habib Baig., 2010. Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan. The Lahore Journal of Economics. 2010.
- Al-Kuwari, Duha. 2010. To Pay or Not to Pay: Using Emerging Panel Data to Identify Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions. International Research Journal of Finance and Economics
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar. 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. International Journal Of

Business,13(2), 2008 .ISSN: 1083–4346

Allen, Franklin , Antonio E. Bernardo, and Ivo Welch. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance* 55, 2499-2536.

Alli, Kasim L., A.Qayyum Khan, and Gabriel G. Ramirez, 1993, “Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis”, *The Financial Review* 28.

Almazan, A., Banerjee, S., and de Motta, A., 2008. “Attracting Attention: Cheap Managerial Talk and Costly Market Monitoring”. *Journal of Finance* 63.

AL- Shubiri,Faris Nasif.,2011.”Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange”. *Far East Journal of Psychology and Business*. Vol 4 No 2 August 2011

Amihud, Yakov, and Kefei Li. 2006. “The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Ang, James S. Ed. 1987. *Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence* (Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions and the Graduate Schools of Business Administration of New York University, New York).

Anindhita,Galih.2010. “Analisis Reaksi Pasar atas Pengumuman Dividen Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date“ (Studi Kasus pada Kelompok *Cash Dividend Final* Naik dan Turun pada Perusahaan-perusahaan yang Terdaftar di BEJ Tahun 2004-2006)”.Universitas Diponegoro.

Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr. 1986. *Signalling with Dividends*, Stock

- Repurchases, and Equity Issues. *Financial Management* 15, 27-44.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2004a. "A Catering Theory of Dividends." *Journal of Finance* .
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2004. "Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives." *Journal of Financial Economics* 73:2, 271–288.
- Baker, H.Kent.2009.Dividends and Dividend Policy.John Wiley.New Jersey.
- Baker,H.Kent and Gary E. Powell.2012."Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives". *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 6 Iss: 1, pp.79 - 92
- Baker, H. Kent, Tarun K.Mukherjee, and Ohannes George Paskelian. 2006."HowNorwegian Managers View Dividend Policy." *Global Finance Journal* 17:1, 155–176.
- Baker, H. & Phillips, A. L.1993. "Why companies issue stock dividends". *Financial Practice & Education*.
- Ball, Ray, Philip Brown, Frank J. Finn, and R. R. Officer. 1979. Dividend and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market. *Australian Journal of Management* 4, 13-26.
- Bashir,Usman,Syed Zulfiqar Ali Shah dan Muntazir Hussain.2013. On the Differential Market Reaction to Dividend Announcement: Evidence from Emerging Equity Market . *International Review of Management and Business Research*

- Bhatia, Parul. 2010. A Study of Dividend Announcement on Stock Returns of Popularly Traded Companies in India. *Asia Pacific Journal of Research in Business Management*.
- Bernstein, P.L. 1996. Dividends: The Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 16-22.
- Bhattacharya, Sudipto. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy." *Bell Journal of Economics* 10.
- Black, Fischer. 1976. "The Dividend Puzzle." *Journal of Portfolio Management* 2:2, 5-8.
- Black, Fischer and Myron S. Scholes. 1974. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics* 1, 1-22.
- Boban, Ivan. 2011. Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence From The UK. *Academia.edu*.
- Boehmer, E., Musumeci, J. and Poulsen, A. B. 1991. Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics*, 30(2): 253-272.
- Bozos, K., Nikolopoulos, K., & Ramgandhi, G. 2011. Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Franklin Allen. 2014. *Principles of Corporate Finance: Global Edition, 11/e*. McGraw-Hill.

- Brown, S. J. and Warner J. B. 1980." Measuring security price performance".
Journal of Financial Economics, 8, pp. 205-258
- Brown, S. and J. Warner (1985)."Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies". Journal of Financial Economics, 14, 3-31.
- Budianto, Erwin.2006. "Uji Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Tunai Priode 2003-2004 (Studi Komparasi Antara Perusahaan yang Mengumumkan Dividen naik dengan Perusahaan yang Mengumumkan Dividen turun di Bursa Efek Jakarta)".Universitas Diponegoro.
- Chemmanur,Thomas J, Jie He, Gang Hu and Y. Helen Liu.2010." Is Dividend Smoothing Universal?New Insights from a Comparative Study of Dividend Policies in Hong Kong and the U.S". Journal of Corporate Finance.
- Chen,S.S., Kim Wai Ho, Cheng-few Lee, and Gillian H.H. Yeo.2000. Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures. *Journal of Banking & Finance* vol. 24, no. 11.
- Chen, S.S., T.Y. Chung, L.I. Chung. 2001.Investment Opportunities, Free Cash Flow and Stock Valuation Effects of Corporate Investments: The Case of Taiwanese Investments in China // Review of Quantitative Finance and Accounting.
- Chen,Qiwei.2012."Event Study".Brunel University London.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner. 2004. "Are Dividends Disappearing?Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings." Journal of Financial Economics 72:3, 425–456.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Ren´e M. Stulz. 2006. "Dividend Policy

- and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory.”
Journal of Financial Economics 81:2, 227–254
- DeAngelo, Harry, and Linda DeAngelo. 2007. “Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why.” *European Financial Management*, Vol. 13, No. 1, 2007.
- Denis, David J., and Igor Osobov. 2008. “Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy.” *Journal of Financial Economics* 89:1, 62–82.
- Deshmukh, Sanjay. 2003. Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model. *Financial Review* 38, 351–368.
- Dutta, Anupam. 2014. Parametric and Nonparametric Event Study Tests: A Review. *International Business Research*; Vol. 7, No. 12; 2014
- Easterbrook, Frank H.. 1984. Two Agency Costs Explanations of Dividends. *American Economic Review* 74, 650–659.
- Eddy, A., & Seifert, B. 1988. Firm size and dividend announcements. *The Journal of Financial Research* 4(Winter), 295–302.
- Faccio, Mara, Larry H. P. Lang, and Leslie Young. 2001. “Dividends and Expropriation.” *American Economic Review* 91:1, 54–78.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics* 60, 3–43.

Fama, Eugene F and Kenneth R. French. 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies* 15, 1-33.

Farrelly, G. E., H. K. Baker, and R. B. Edelman. 1986. Corporate dividends: Views of the policymakers. *Akron Business and Economic Review* 17 (4), 62-74.

Floyd, E., Li, N., Skinner, D. J., 2014. Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Chicago Working Paper No. 12-01*

Foerster, Stephen R, and Stephen G Sapp. 2005. Valuation of financial versus non-financial firms: a global perspective. *Journal of International Markets, Institution and Money*. Volume 15, January 2005.

Gelb, David S. 1999. Corporate Signalling with Dividend, Stock Repurchase, and Accounting Disclosure: An Empirical Study. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*: 99-120.

Gitman, Lawrence J. and Chad J. Zutter. 2012. *Principles Of Managerial Finance* (13th Edition). Prentice Hall.

Glen, Jack D, Yannis Karmokolias, Robert R. Miller, and Sanjay Shah. 1995. Dividend Policy and Behavior in Emerging Market: To Pay or Not to Pay. Discussion Paper. The World Bank and International Finance Corporation.

Gordon, Myron J. 1959. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics* 41, 99-105.

Gordon, Myron J. 1963. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of*

Finance 18, 264-272.

Gordon, Myron J and Eli Shapiro. 1956. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science* 3, 102-110.

Graham and Dodd. 1934. *Security Analysis: Principles and Technique*, 6E. New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc.

Grinblatt, M., Masulis R., & Titman, S.1984. The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics* 13(4), pp. 461-490

Grodas, Ragnhild Raftevoll and Tine Camilla Sørensen.2010. "Debt Capacity and Payout Policy". Master Thesis. BI Norwegian School of Management.

Gugler, Klaus, and B. Burcin Yurtoglu. 2003. Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany. *European Economic Review* 47, 731-758.

Gujarati, Damodar N and Dawn Porter.2008. *Basic Econometrics*. McGraw-Hill/Irwin; 5 edition

Gupta, Amitabh, and Charu Banga.2010. Determinants of Corporate Dividend Policy Decision.

Hakansson, Nils H. 1982. "To Pay or Not to Pay Dividends." *Journal of Finance* 37:2.

Hartono, Jogiyanto. 2005. *Pasar Efisiensi Secara Keputusan*. PT Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.

Hartono, Jogiyanto.2010."Studi Peristiwa, Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa".BPFE-UGM Yogyakarta.

- He,Xi., Mingsheng Li.,Jing Shi and Garry Twite. Cash versus Stock Dividends: Signalling or Catering.2011. Journal of Corporate Finance Special Conference on Emerging Markets and seminar participants at the Australian National University and University of Melbourne.January 2011
- Hill, R.C., W.E. Griffiths and G.G. Judge, 2001. *Econometrics* (2nd edition). John Wiley and Sons,New York, NY, USA.
- Holder, Mark E., Frederick W. Langrehr and J. Lawrence Hexter. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management* 27, 73-82.
- Hribar,Steven Savoy and Ryan Wilson .2014. Pricing Firms' Responsiveness to Shareholder Tax Incentives. Social Science Research Network.
- Hsu, Ya-Ni,2005. The Choice between Cash Dividends and Stock Dividends. Master's Thesis.National Central University.Taiwan.
- Hussain,S.S and P. Sprent.1983. Non-Parametric Regression.Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General), Vol. 146, No. 2 (1983), pp. 182 -191
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 274-263.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, Michael C and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3, 305- 360.

- Jin,Zhenhu.2000. On the differential market reaction to dividend initiations. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 12, 263-277.
- Kaplan, Robert S., and David P. Norton.2004. *Strategy Maps : Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*. Boston: Harvard Business School Press, 2004.
- Kothari,S.P, and Jerold B. Warner.2006. “Econometrics of Event Studies”. Working Paper.Centre For Corporate Governance.Tuck School of Business at Dartmouth.
- Kropko,Jonathan.2008. “Choosing Between Multinomial Logit and Multinomial Probit Models for Analysis of Unordered Choice Data”. University of North Carolina, Chapel Hill
- Kumar, P. C., and George P. Tsetsekos, 1999, “The Differentiation of 'Emerging' Equity Markets”, *Applied Financial Economics* 9, 443-453.
- Kurniasih,Augustina.,Hermanto Siregar,Roy Sembel dan Noer Azam Achsani.2011. *Corporate Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from Indonesia Stock Exchange (IDX) 2001-2008*. *International Research Journal of Finance and Economics* Issue 72 (2011).EuroJournals Publishing, Inc. 2011
- Lang, Larry H. P and Robert H. Litzenberger. 1989. Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Financial Economics* 24, 181-191.
- Lintner, John. 1956. “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes.” *American Economic Review* 46:2, 97–113.
- Lakonishok, J. and LEV, B. (1987).” *Stock Splits and Stock Dividends: Why,*

Who, and When". *The Journal of Finance*.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.

Lewis Beck, M.S., (1980). *Applied regression: an introduction*. Quantitative Applications in the Social Science SAGE University Paper. SAGE Publications.

Lintner, John. 1956. "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes." *American Economic Review* 46:2, 97–113.

MacKinlay, A Craig. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic and Literature* Vol. XXXV (March 1997), pp. 13–39.

Mahmood, Shahid, Muhammad Fayyaz Sheikh and Abdul Qayyum Ghaffari. 2011. Dividend Announcements and Stock Returns: An event study on Karachi stock exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*.

Meggison, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison Wesley. United States

Miller, Merton H., and Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* .

Miller, Merton H and Kevin Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40 (September): 1031-1051.

Miller, Merton H and Myron S. Scholes. 1978. Dividends and Taxes. *Journal of*

Financial Economics 6, 333-264.

- Miller, Merton H and Myron S. Scholes. 1982. Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy* 90, 1118-1141.
- Mirza, Hammad Hassan and Talat Afza. 2014. Impact of Corporate Cash Flows on Dividend Payouts: Evidence from South Asia. *Middle-East Journal of Scientific Research* 19 (4): 472-478.
- Mishra, Asim. 2005. An Empirical Analysis of Market Reaction Around The Bonus Issues in India. Indian Institute of Management Working Paper No. 2005-10 .
- Myers, Stewart C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*..
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* .
- Pandey, I. M. 2001. "Corporate Dividend Policy and Behavior: The Malaysian Experience." Working Paper, Indian Institute of Management, Ahmedabad
- Pallage, Stephane, and Michel A. Robe. 2003. "On the Welfare Costs of Economic Fluctuations in Developing Countries." *International Economic Review* 44:2, 677-698.
- Patell, J. A. 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test. *Journal of Accounting Research*, 14(2): 246-276.
- Pathirawasam, Chandrapala. 2009. The information content of stock dividend announcements: Evidence from Sri Lanka. Tomas Bata University in Zlín. . ER-CEREI, Volume 12: 103-114 (2009)

- Petit, Richardson R. 1972. Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency”. *The Journal of Finance*, 27 (Desember): 993-1007.
- Pettit, R. Richardson. 1977. Taxes, Transactions costs and the Clientele Effect of Dividends. *Journal of Financial Economics* 5, 419-436.
- Phoenix Consulting Group.2015. Building Win-Win-Win Value Propositions: The Key to Sustainable Partnerships.
- Ross, Stephen A. 1977. “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach.” *Bell Journal of Economics* “.
- Rozeff, Michael S. 1982. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios. *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Samuel,S.E and D.O. Gbegi.2010. Dividend Policy,Liquidity Constraints and Firm Investment in Nigeria : An Empirical Analysis. *Continental J. Social Sciences* 3: 59 - 64, 2010.
- Sawitri,Ni Nyoman.2004.Keputusan Perusahaan Membayar atau Tidak Membayar Dividen dan Dampaknya Terhadap Harga Saham.Disertasi DMB Unpad.Bandung.
- Saxena, Atul K. 1999. Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. Working Paper, (State University of West Georgia).
- Scholz, John Karl. 1992. A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis. *Journal of Public Economics* 49, 261-285

Serang,Essa Fitrianti. 2009. Reaksi Pasar Atas Pengumuman Perubahan Dividen dan Pengujian Perubahan Dividen Sebagai Sinyal Profitabilitas Perusahaan Dimasa Yang Akan Datang. (Studi Pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di BEI). FE-Unair Surabaya.

Setiawan, Doddy & Jogiyanto Hartono. 2003.Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan : Analisis Pengumuman Dividen Meningkat. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol 6 (2) Mei: 131-144.

Siaputra,Lani & Adwin Surja Atmadja.2006.Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ).Jurnal Akutansi dan Keuangan, Mei 2006.

Stanley, B. B., dan A. H. Geoffrey., 1987, "Foundation of Financial Management," Fourth Management, Richard D. Irwin, Homewood.

Sutrisno.2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Devident Payout Ratio. TEMA, Volume II, Nomor 1, Maret 2001

Suharli, Michell.2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat(Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Jurnal Akuntansi dan Keuangan.

Suwanna,Thanwarat.2012. Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. Procedia - Social and Behavioral Sciences 40 (2012) 721 – 725.

Wang,Minh-Hui.,Feng-Yu Lin,Day-Yang Liu dan Yen-Sheng Huang.2012. Dividend Policy and The Catering Theory : Evidence from The Taiwan Stock Exchane.Business and Information.Sapporo.

Wang,Xi., David Manry, Scott Wandler.2011. Stock Dividend Policy in China. Journal of Global Business Management.

- Walter, James E. 1963. Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise. *Journal of Finance* 18, 280-291.
- Widarjono, Agus. 2010. Analisis Statistika Multivariat Terapan. UPP STIM YKPN.
- Wirasmita, Yuyun. 2004, "Kumpulan Makalah Penulisan Disertasi"
- Woolridge, J. Randall. 1983. Dividend Changes and Security Prices. *Journal of Finance* 38, 1607-1615.
- Zainafree, Golda. 2005. Reaksi Harga Saham Terhadap Pengumuman Pembayaran Dividen Tunai Di Bursa Efek Jakarta. Tesis Program Pasca Sarjana Undip Semarang.
- Zeghal, D. 1983. Firm size and the informational content of financial statements. *Journal of Financial Economics* 12(September), 299-310.

Lampiran 1

Descriptive Statistics 09-12

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ncs	816	3.00	53836.00	2614.6998	204.56591	5843.57117	4.706	.086	27.518	.171
mc	816	5624.00	307675000.00	8163566.8031	932964.64406	26650800.92776	6.419	.086	51.942	.171
eps	816	-308.91	24080.78	420.1868	62.14259	1775.14740	9.100	.086	97.908	.171
der	816	.00	13281.91	17.7270	16.27524	464.91375	28.565	.086	815.967	.171
per	816	-2312.53	5392.01	27.7546	8.55661	244.42566	13.678	.086	308.251	.171
cr	816	.10	90.08	3.1426	.25947	7.41194	8.609	.086	85.165	.171
Valid N (listwise)	816									

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
ncs	Equal variances assumed	93.894	.000	-6.714	1630	.000	-1499.66054	223.36804	-1937.77918	-1061.54190
	Equal variances not assumed			-6.714	1117.231	.000	-1499.66054	223.36804	-1937.92865	-1061.39243
mc	Equal variances assumed	34.289	.000	-3.897	1630	.000	-4200308.324	1077767.045	-6314262.624	-2086354.024
	Equal variances not assumed			-3.897	1305.371	.000	-4200308.324	1077767.045	-6314653.346	-2085963.302
eps	Equal variances assumed	28.021	.000	-3.674	1630	.000	-248.22523	67.56865	-380.75576	-115.69471
	Equal variances not assumed			-3.674	1102.527	.000	-248.22523	67.56865	-380.80289	-115.64758
der	Equal variances assumed	3.243	.072	-.912	1630	.362	-14.87070	16.30780	-46.85716	17.11576
	Equal variances not assumed			-.912	821.530	.362	-14.87070	16.30780	-46.88056	17.13917
per	Equal variances assumed	4.204	.040	1.195	1630	.232	82.39039	68.93907	-52.82812	217.60890
	Equal variances not assumed			1.195	840.497	.232	82.39039	68.93907	-52.92256	217.70335
cr	Equal variances assumed	3.805	.051	1.168	1630	.243	.81571	.69834	-.55403	2.18546
	Equal variances not assumed			1.168	1069.532	.243	.81571	.69834	-.55457	2.18599

Lampiran 2

Hasil Regresi Multinomial Logit

Hasi Regresi Multinomial Logit 2005-2008

		Correlations					
		ncs	mc	eps	der	per	cr
ncs	Pearson Correlation	1	.373**	.022	-.019	.020	-.017
	Sig. (2-tailed)		.000	.538	.596	.575	.629
	N	816	816	816	816	816	816
mc	Pearson Correlation	.373**	1	.068	-.013	-.010	-.027
	Sig. (2-tailed)	.000		.053	.700	.768	.449
	N	816	816	816	816	816	816
eps	Pearson Correlation	.022	.068	1	-.016	-.011	-.011
	Sig. (2-tailed)	.538	.053		.638	.752	.754
	N	816	816	816	816	816	816
der	Pearson Correlation	-.019	-.013	-.016	1	.003	-.012
	Sig. (2-tailed)	.596	.700	.638		.937	.737
	N	816	816	816	816	816	816
per	Pearson Correlation	.020	-.010	-.011	.003	1	-.006
	Sig. (2-tailed)	.575	.768	.752	.937		.860
	N	816	816	816	816	816	816
cr	Pearson Correlation	-.017	-.027	-.011	-.012	-.006	1
	Sig. (2-tailed)	.629	.449	.754	.737	.860	
	N	816	816	816	816	816	816

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Case Processing Summary

		N	Marginal Percentage
paytype	1	454	55.6%
	2	342	41.9%
	3	6	.7%
	4	14	1.7%
dcri	0	612	75.0%
	1	204	25.0%
Valid		816	100.0%
Missing		0	
Total		816	
Subpopulation		816 ^a	

a. The dependent variable has only one value observed in 816 (100.0%) subpopulations.

Model Fitting Information

Model	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	1299.96			
Final	996.844	303.123	21	.000

Goodness-of-Fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	3556.338	2424	.000
Deviance	996.844	2424	1.000

Pseudo R-Square

Cox and Snell	.310
Nagelkerke	.389
McFadden	.233

Lampiran 2

Parameter Estimates

paytype ^a	B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
							Lower Bound	Upper Bound
2 Intercept	-5.514	.677	66.291	1	.000			
Inncs	-.123	.070	3.049	1	.081	.884	.770	1.015
Inmc	.419	.057	53.271	1	.000	1.521	1.359	1.702
eps	.006	.001	44.235	1	.000	1.006	1.004	1.008
der	-.066	.033	4.048	1	.044	.937	.879	.998
per	-.003	.001	9.767	1	.002	.997	.996	.999
cr	-.030	.018	2.946	1	.086	.970	.938	1.004
[dcric=0]	.477	.209	5.228	1	.022	1.611	1.070	2.424
[dcric=1]	0 ^b	.	.	0	.	.	.	.
3 Intercept	-28.612	3.370	72.082	1	.000			
Inncs	-.626	.342	3.349	1	.067	.535	.274	1.045
Inmc	.774	.296	6.860	1	.009	2.168	1.215	3.870
eps	.001	.004	.095	1	.758	1.001	.993	1.010
der	-.099	.108	.833	1	.361	.906	.733	1.120
per	-.003	.002	1.308	1	.253	.997	.992	1.002
cr	.011	.019	.340	1	.560	1.011	.974	1.049
[dcric=0]	18.139	.000	.	1	.	75449232.21	75449232.21	75449232.21
[dcric=1]	0 ^b	.	.	0	.	.	.	.
4 Intercept	-9.797	2.301	18.121	1	.000			
Inncs	-.317	.230	1.905	1	.167	.728	.464	1.142
Inmc	.573	.183	9.792	1	.002	1.774	1.239	2.540
eps	.003	.003	.990	1	.320	1.003	.997	1.008
der	-.080	.067	1.430	1	.232	.923	.810	1.052
per	-.002	.002	.969	1	.325	.998	.994	1.002
cr	-.226	.216	1.101	1	.294	.798	.523	1.217
[dcric=0]	1.546	1.051	2.163	1	.141	4.693	.598	36.840
[dcric=1]	0 ^b	.	.	0	.	.	.	.

a. The reference category is: 1.

b. This parameter is set to zero because it is redundant.

Classification

Observed	Predicted				Percent Correct
	1	2	3	4	
1	384	70	0	0	84.6%
2	136	206	0	0	60.2%
3	2	4	0	0	.0%
4	7	7	0	0	.0%
Overall Percentage	64.8%	35.2%	.0%	.0%	72.3%

Lampiran 2

Hasi Regressi Multinomial Logit 2009-2012

		Correlations					
		ncs	mc	eps	der	per	cr
ncs	Pearson Correlation	1	.309**	-.053	-.013	-.010	-.034
	Sig. (2-tailed)		.000	.131	.713	.780	.328
	N	816	816	816	816	816	816
mc	Pearson Correlation	.309**	1	.110**	-.011	-.010	-.036
	Sig. (2-tailed)	.000		.002	.761	.777	.305
	N	816	816	816	816	816	816
eps	Pearson Correlation	-.053	.110**	1	-.009	-.014	-.016
	Sig. (2-tailed)	.131	.002		.791	.694	.648
	N	816	816	816	816	816	816
der	Pearson Correlation	-.013	-.011	-.009	1	-.005	-.011
	Sig. (2-tailed)	.713	.761	.791		.880	.746
	N	816	816	816	816	816	816
per	Pearson Correlation	-.010	-.010	-.014	-.005	1	-.007
	Sig. (2-tailed)	.780	.777	.694	.880		.852
	N	816	816	816	816	816	816
cr	Pearson Correlation	-.034	-.036	-.016	-.011	-.007	1
	Sig. (2-tailed)	.328	.305	.648	.746	.852	
	N	816	816	816	816	816	816

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Case Processing Summary

	N	Marginal Percentage
paytype 1	387	47.4%
2	399	48.9%
3	6	.7%
4	24	2.9%
Valid	816	100.0%
Missing	0	
Total	816	
Subpopulation	816 ^a	

a. The dependent variable has only one value observed in 816 (100.0%) subpopulations.

Model Fitting Information

Model	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	1376.54			
Final	1081.73	294.809	18	.000

Goodness-of-Fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	2253.639	2427	.994
Deviance	1081.736	2427	1.000

Pseudo R-Square

Cox and Snell	.303
Nagelkerke	.372
McFadden	.214

Lampiran 2

Parameter Estimates

paytype ^a	B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp (B)	
							Lower Bound	Upper Bound
2 Intercept	-6.134	.672	83.309	1	.000			
Inncs	-.186	.064	8.596	1	.003	.830	.733	.940
Inmc	.531	.059	82.196	1	.000	1.700	1.516	1.907
eps	.003	.001	29.518	1	.000	1.003	1.002	1.004
der	-.073	.046	2.549	1	.110	.929	.849	1.017
per	-.001	.000	1.386	1	.239	.999	.999	1.000
cr	-.042	.023	3.396	1	.065	.959	.917	1.003
3 Intercept	-5.893	3.241	3.306	1	.069			
Inncs	-.446	.298	2.238	1	.135	.640	.357	1.148
Inmc	.387	.274	1.994	1	.158	1.472	.861	2.518
eps	-.003	.005	.431	1	.512	.997	.988	1.006
der	.000	.005	.005	1	.946	1.000	.990	1.010
per	.000	.001	.029	1	.865	1.000	.998	1.002
cr	-.169	.281	.365	1	.546	.844	.487	1.463
4 Intercept	-7.228	1.716	17.745	1	.000			
Inncs	-.344	.161	4.554	1	.033	.709	.517	.972
Inmc	.519	.141	13.558	1	.000	1.681	1.275	2.217
eps	.003	.001	27.579	1	.000	1.003	1.002	1.004
der	-.454	.307	2.183	1	.140	.635	.348	1.160
per	-.001	.001	.238	1	.626	.999	.997	1.002
cr	-.091	.100	.827	1	.363	.913	.751	1.111

a. The reference category is: 1.

Classification

Observed	Predicted				Percent Correct
	1	2	3	4	
1	290	97	0	0	74.9%
2	121	278	0	0	69.7%
3	4	2	0	0	.0%
4	6	18	0	0	.0%
Overall Percentage	51.6%	48.4%	.0%	.0%	69.6%

Lampiran 2

Hasi Regressi Multinomial Logit 2005-2012

		ncs	mc	eps	der	per	cr
ncs	Pearson Correlation	1	.330**	-.026	-.008	.002	-.022
	Sig. (2-tailed)		.000	.302	.735	.943	.364
	N	1632	1632	1632	1632	1632	1632
mc	Pearson Correlation	.330**	1	.109**	-.007	-.009	-.027
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.765	.716	.283
	N	1632	1632	1632	1632	1632	1632
eps	Pearson Correlation	-.026	.109**	1	-.007	-.009	-.012
	Sig. (2-tailed)	.302	.000		.782	.730	.627
	N	1632	1632	1632	1632	1632	1632
der	Pearson Correlation	-.008	-.007	-.007	1	-.001	-.006
	Sig. (2-tailed)	.735	.765	.782		.963	.823
	N	1632	1632	1632	1632	1632	1632
per	Pearson Correlation	.002	-.009	-.009	-.001	1	-.005
	Sig. (2-tailed)	.943	.716	.730	.963		.836
	N	1632	1632	1632	1632	1632	1632
cr	Pearson Correlation	-.022	-.027	-.012	-.006	-.005	1
	Sig. (2-tailed)	.364	.283	.627	.823	.836	
	N	1632	1632	1632	1632	1632	1632

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Case Processing Summary

		N	Marginal Percentage
paytype	1	841	51.5%
	2	741	45.4%
	3	12	.7%
	4	38	2.3%
dcri	0	1428	87.5%
	1	204	12.5%
Valid		1632	100.0%
Missing		0	
Total		1632	
Subpopulation		1632 ^a	

a. The dependent variable has only one value observed in 1632 (100.0%) subpopulations.

Model Fitting Information

Model	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	2688.90			
Final	2110.42	578.487	21	.000

Goodness-of-Fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	5510.373	4872	.000
Deviance	2110.420	4872	1.000

Pseudo R-Square

Cox and Snell	.298
Nagelkerke	.370
McFadden	.215

Lampiran 2

Parameter Estimates

paytype ^a	B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp (B)		
							Lower Bound	Upper Bound	
2	Intercept	-5.749	.479	144.230	1	.000			
	lnncs	-.161	.046	12.396	1	.000	.851	.778	.931
	lnmc	.468	.040	134.628	1	.000	1.596	1.475	1.728
	eps	.004	.000	69.189	1	.000	1.004	1.003	1.005
	der	-.071	.027	6.957	1	.008	.931	.883	.982
	per	-.001	.000	7.326	1	.007	.999	.998	1.000
	cr	-.032	.013	6.283	1	.012	.969	.945	.993
	[dcric=0]	.287	.186	2.373	1	.123	1.332	.925	1.920
	[dcric=1]	0 ^b	.	.	0	.	.	.	.
3	Intercept	-25.472	2.310	121.601	1	.000			
	lnncs	-.511	.219	5.464	1	.019	.600	.391	.921
	lnmc	.562	.199	7.989	1	.005	1.754	1.188	2.590
	eps	-.001	.003	.229	1	.632	.999	.993	1.004
	der	-.018	.094	.037	1	.848	.982	.817	1.181
	per	-.001	.002	.238	1	.626	.999	.996	1.003
	cr	.005	.021	.061	1	.806	1.005	.965	1.047
	[dcric=0]	17.193	.000	.	1	.	29307387.47	29307387.47	29307387.47
	[dcric=1]	0 ^b	.	.	0	.	.	.	.
4	Intercept	-9.534	1.550	37.860	1	.000			
	lnncs	-.341	.133	6.605	1	.010	.711	.548	.922
	lnmc	.521	.107	23.789	1	.000	1.684	1.366	2.077
	eps	.004	.000	62.419	1	.000	1.004	1.003	1.005
	der	-.101	.051	4.005	1	.045	.904	.819	.998
	per	-.001	.001	.860	1	.354	.999	.996	1.001
	cr	-.090	.079	1.296	1	.255	.914	.782	1.067
	[dcric=0]	1.763	1.024	2.964	1	.085	5.832	.783	43.425
	[dcric=1]	0 ^b	.	.	0	.	.	.	.

a. The reference category is: 1.

b. This parameter is set to zero because it is redundant.

Classification

Observed	Predicted				Percent Correct
	1	2	3	4	
1	679	162	0	0	80.7%
2	261	480	0	0	64.8%
3	5	7	0	0	.0%
4	13	25	0	0	.0%
Overall Percentage	58.7%	41.3%	.0%	.0%	71.0%

Lampiran 3

Hasi Event Study

Reaksi Pasar Keputusan Tidak Bayar Dividen : 2005-2008

date	caar	pos : neg	t-test tim	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0184	231 : 224	2.6622	0.0078	2.441	0.0146	2.7733	0.0055	1.7834	0.0745	0.9046	0.3657	1.9303	0.0536
(-1...5)	0.0124	222 : 233	2.2456	0.0247	1.9708	0.0487	2.2589	0.0239	1.4691	0.1418	-0.1304	0.8962	1.0841	0.2783
(-5...1)	0.0141	235 : 220	2.5675	0.0102	2.3729	0.0176	2.8855	0.0039	1.7261	0.0843	2.0623	0.0392	2.3064	0.0211
(-1...1)	0.0081	231 : 224	2.2544	0.0242	1.9018	0.0572	2.5477	0.0108	1.4132	0.1576	1.2189	0.2229	1.9303	0.0536
(0...0)	0.0011	220 : 235	0.5416	0.5881	0.4405	0.6596	1.1934	0.2327	0.6627	0.5075	0.5503	0.5821	0.8961	0.3702
(0...0)	0.0011	220 : 235	0.5416	0.5881	0.4405	0.6596	1.1934	0.2327	0.6627	0.5075	0.5503	0.5821	0.8961	0.3702
(0...0)	0.0011	220 : 235	0.5416	0.5881	0.4405	0.6596	1.1934	0.2327	0.6627	0.5075	0.5503	0.5821	0.8961	0.3702
(0...0)	0.0011	220 : 235	0.5416	0.5881	0.4405	0.6596	1.1934	0.2327	0.6627	0.5075	0.5503	0.5821	0.8961	0.3702

Reaksi Pasar Keputusan Cash Dividend : 2005-2008

date	caar	pos : neg	t-test tim	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0258	194 : 147	4.7421	0	3.5742	0.0004	10.8687	0	1.5076	0.1317	3.0205	0.0025	4.1173	0
(-1...5)	0.0157	184 : 157	3.621	0.0003	2.8461	0.0044	11.356	0	1.2662	0.2054	2.2917	0.0219	3.0304	0.0024
(-5...1)	0.0205	193 : 148	4.7209	0	3.7432	0.0002	4.4984	0	2.8782	0.004	3.6588	0.0003	4.0086	0.0001
(-1...1)	0.0104	180 : 161	3.6622	0.0003	2.8647	0.0042	3.406	0.0007	1.9081	0.0564	3.3056	0.0009	2.5956	0.0094
(0...0)	-0.0003	182 : 159	-0.1608	0.8723	-0.1251	0.9005	-1.3284	0.184	-0.6492	0.5162	2.5447	0.0109	2.813	0.0049
(0...0)	-0.0003	182 : 159	-0.1608	0.8723	-0.1251	0.9005	-1.3284	0.184	-0.6492	0.5162	2.5447	0.0109	2.813	0.0049
(0...0)	-0.0003	182 : 159	-0.1608	0.8723	-0.1251	0.9005	-1.3284	0.184	-0.6492	0.5162	2.5447	0.0109	2.813	0.0049
(0...0)	-0.0003	182 : 159	-0.1608	0.8723	-0.1251	0.9005	-1.3284	0.184	-0.6492	0.5162	2.5447	0.0109	2.813	0.0049

Lampiran 3

Reaksi Pasar Keputusan Stock Dividend : 2005-2008

date	caar	pos : neg	t-test time	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.06	4:02	1.1891	0.2344	1.6574	0.0974	1.2702	0.204	1.8349	0.0665	2.2712	0.0231	1.2421	0.2142
(-1...5)	0.0488	4:02	1.2116	0.2257	2.1479	0.0317	1.158	0.2468	1.7022	0.0887	1.8349	0.0665	1.2421	0.2142
(-5...1)	0.0339	4:02	0.8417	0.4	1.5332	0.1252	1.0205	0.3075	1.5474	0.1218	2.154	0.0312	1.2421	0.2142
(-1...1)	0.0227	5:01	0.8595	0.39	2.1893	0.0286	0.8955	0.3705	2.0816	0.0374	1.7441	0.0811	2.0702	0.0384
(0...0)	-0.0017	4:02	-0.1127	0.9102	-0.3581	0.7203	-0.2254	0.8216	-0.5527	0.5805	0.4815	0.6302	1.2421	0.2142
(0...0)	-0.0017	4:02	-0.1127	0.9102	-0.3581	0.7203	-0.2254	0.8216	-0.5527	0.5805	0.4815	0.6302	1.2421	0.2142
(0...0)	-0.0017	4:02	-0.1127	0.9102	-0.3581	0.7203	-0.2254	0.8216	-0.5527	0.5805	0.4815	0.6302	1.2421	0.2142
(0...0)	-0.0017	4:02	-0.1127	0.9102	-0.3581	0.7203	-0.2254	0.8216	-0.5527	0.5805	0.4815	0.6302	1.2421	0.2142

Reaksi Pasar Keputusan Mixed Dividend : 2005-2008

date	caar	pos : neg	t-test time	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0478	9:05	1.8989	0.0576	1.9783	0.0479	1.0643	0.2872	0.9758	0.3292	1.3893	0.1647	2.1724	0.0298
(-1...5)	0.0567	10:04	2.8229	0.0048	2.5788	0.0099	2.1306	0.0331	1.7875	0.0739	2.0956	0.0361	2.728	0.0064
(-5...1)	0.0004	6:08	0.0185	0.9852	0.0299	0.9762	-0.3734	0.7088	-0.4805	0.6309	-0.1867	0.8519	0.5056	0.6131
(-1...1)	0.0093	10:04	0.7042	0.4813	1.2455	0.2129	0.6462	0.5182	0.8497	0.3955	0.2555	0.7983	2.728	0.0064
(0...0)	0.0216	8:06	2.8504	0.0044	1.4834	0.138	2.5284	0.0115	1.6976	0.0896	2.4016	0.0163	1.6168	0.1059
(0...0)	0.0216	8:06	2.8504	0.0044	1.4834	0.138	2.5284	0.0115	1.6976	0.0896	2.4016	0.0163	1.6168	0.1059
(0...0)	0.0216	8:06	2.8504	0.0044	1.4834	0.138	2.5284	0.0115	1.6976	0.0896	2.4016	0.0163	1.6168	0.1059
(0...0)	0.0216	8:06	2.8504	0.0044	1.4834	0.138	2.5284	0.0115	1.6976	0.0896	2.4016	0.0163	1.6168	0.1059

Lampiran 3

Reaksi Pasar Keputusan Tidak Bayar Dividen : 2009-2012

date	caar	pos : neg	t-test tim	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	-0.0035	165 : 222	-0.563	0.5734	-0.5347	0.5929	-0.917	0.3591	-0.5616	0.5744	-0.7148	0.4747	-0.4764	0.6338
(-1...5)	-0.0001	171 : 216	-0.0253	0.9798	-0.0259	0.9794	-0.4304	0.6669	-0.2342	0.8148	-0.6073	0.5437	0.1383	0.89
(-5...1)	0.0002	176 : 211	0.0413	0.967	0.0388	0.9691	-0.929	0.3529	-0.5145	0.6069	-0.3019	0.7627	0.6505	0.5153
(-1...1)	0.0036	187 : 200	1.1026	0.2702	0.9675	0.3333	-0.3206	0.7485	-0.1289	0.8974	-0.0202	0.9839	1.7775	0.0755
(0...0)	0.0047	186 : 201	2.4908	0.0127	2.114	0.0345	2.5454	0.0109	1.8786	0.0603	1.79	0.0735	1.675	0.0939
(0...0)	0.0047	186 : 201	2.4908	0.0127	2.114	0.0345	2.5454	0.0109	1.8786	0.0603	1.79	0.0735	1.675	0.0939
(0...0)	0.0047	186 : 201	2.4908	0.0127	2.114	0.0345	2.5454	0.0109	1.8786	0.0603	1.79	0.0735	1.675	0.0939
(0...0)	0.0047	186 : 201	2.4908	0.0127	2.114	0.0345	2.5454	0.0109	1.8786	0.0603	1.79	0.0735	1.675	0.0939

Reaksi Pasar Keputusan Cash Dividend : 2009-2012

date	caar	pos : neg	t-test tim	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0065	204 : 195	1.4441	0.1487	1.1491	0.2505	2.1426	0.0321	1.5125	0.1304	1.128	0.2593	3.3052	0.0009
(-1...5)	0.009	206 : 193	2.5314	0.0114	1.7949	0.0727	2.8713	0.0041	1.8361	0.0663	1.9311	0.0535	3.5075	0.0005
(-5...1)	0.0039	193 : 206	1.0811	0.2796	0.9039	0.366	1.9873	0.0469	1.2437	0.2136	0.5768	0.5641	2.1927	0.0283
(-1...1)	0.0064	204 : 195	2.753	0.0059	1.9194	0.0549	3.3188	0.0009	1.6233	0.1045	1.6709	0.0947	3.3052	0.0009
(0...0)	0.0003	173 : 226	0.2346	0.8145	0.1535	0.878	0.9327	0.351	0.4117	0.6805	-0.5075	0.6118	0.1699	0.8651
(0...0)	0.0003	173 : 226	0.2346	0.8145	0.1535	0.878	0.9327	0.351	0.4117	0.6805	-0.5075	0.6118	0.1699	0.8651
(0...0)	0.0003	173 : 226	0.2346	0.8145	0.1535	0.878	0.9327	0.351	0.4117	0.6805	-0.5075	0.6118	0.1699	0.8651
(0...0)	0.0003	173 : 226	0.2346	0.8145	0.1535	0.878	0.9327	0.351	0.4117	0.6805	-0.5075	0.6118	0.1699	0.8651

Lampiran 3

Reaksi Pasar Keputusan Stock Dividend : 2009-2012

date	caar	pos : neg	t-test time	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.1729	4:02	3.5568	0.0004	1.2872	0.198	3.2831	0.001	1.4822	0.1383	0.7222	0.4702	1.6892	0.0912
(-1...5)	0.162	4:02	4.177	0	1.3045	0.192	4.1129	0	1.5306	0.1259	1.506	0.1321	1.6892	0.0912
(-5...1)	0.0114	3:03	0.2948	0.7682	0.3015	0.763	0.0707	0.9436	0.0973	0.9225	-0.7474	0.4548	0.8273	0.408
(-1...1)	0.0005	3:03	0.02	0.984	0.0256	0.9796	0.104	0.9171	0.1258	0.8999	-0.2241	0.8227	0.8273	0.408
(0...0)	0.0113	2:04	0.7733	0.4393	0.7008	0.4834	1.027	0.3044	0.8551	0.3925	-0.244	0.8073	-0.0345	0.9725
(0...0)	0.0113	2:04	0.7733	0.4393	0.7008	0.4834	1.027	0.3044	0.8551	0.3925	-0.244	0.8073	-0.0345	0.9725
(0...0)	0.0113	2:04	0.7733	0.4393	0.7008	0.4834	1.027	0.3044	0.8551	0.3925	-0.244	0.8073	-0.0345	0.9725
(0...0)	0.0113	2:04	0.7733	0.4393	0.7008	0.4834	1.027	0.3044	0.8551	0.3925	-0.244	0.8073	-0.0345	0.9725

Reaksi Pasar Keputusan Mixed Dividend : 2009-2012

date	caar	pos : neg	t-test time	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0255	13:11	1.2803	0.2004	0.7398	0.4594	2.3924	0.0167	0.9248	0.3551	1.4565	0.1453	1.4145	0.1572
(-1...5)	0.0001	12:12	0.0064	0.9949	0.0087	0.993	0.0891	0.929	0.1083	0.9137	1.1905	0.2339	0.9978	0.3184
(-5...1)	0.033	12:12	2.0809	0.0374	0.9776	0.3282	3.2374	0.0012	1.0031	0.3158	1.235	0.2168	0.9978	0.3184
(-1...1)	0.0076	11:13	0.7367	0.4613	0.6714	0.502	0.5002	0.6169	0.4248	0.6709	0.916	0.3596	0.5812	0.5611
(0...0)	0.006	14:10	1.0003	0.3171	0.859	0.3903	0.8836	0.3769	0.6572	0.5111	1.0215	0.307	1.8311	0.0671
(0...0)	0.006	14:10	1.0003	0.3171	0.859	0.3903	0.8836	0.3769	0.6572	0.5111	1.0215	0.307	1.8311	0.0671
(0...0)	0.006	14:10	1.0003	0.3171	0.859	0.3903	0.8836	0.3769	0.6572	0.5111	1.0215	0.307	1.8311	0.0671
(0...0)	0.006	14:10	1.0003	0.3171	0.859	0.3903	0.8836	0.3769	0.6572	0.5111	1.0215	0.307	1.8311	0.0671

Lampiran 3

Reaksi Pasar Keputusan Tidak Bayar Dividen : 2005-2012

date	caar	pos : neg	t-test tim	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0083	396 : 446	1.7704	0.0767	1.6404	0.1009	1.422	0.155	0.8572	0.3913	0.2278	0.8198	1.0997	0.2715
(-1...5)	0.0066	393 : 449	1.7668	0.0773	1.63	0.1031	1.3724	0.17	0.7765	0.4375	-0.4927	0.6222	0.892	0.3724
(-5...1)	0.0077	411 : 431	2.0629	0.0391	1.9148	0.0555	1.4966	0.1345	0.8262	0.4087	1.379	0.1679	2.1385	0.0325
(-1...1)	0.006	418 : 424	2.46	0.0139	2.1053	0.0353	1.6594	0.097	0.7297	0.4655	0.9175	0.3589	2.6233	0.0087
(0...0)	0.0028	406 : 436	1.9451	0.0518	1.6064	0.1082	2.6008	0.0093	1.587	0.1125	1.579	0.1143	1.7922	0.0731
(0...0)	0.0028	406 : 436	1.9451	0.0518	1.6064	0.1082	2.6008	0.0093	1.587	0.1125	1.579	0.1143	1.7922	0.0731
(0...0)	0.0028	406 : 436	1.9451	0.0518	1.6064	0.1082	2.6008	0.0093	1.587	0.1125	1.579	0.1143	1.7922	0.0731
(0...0)	0.0028	406 : 436	1.9451	0.0518	1.6064	0.1082	2.6008	0.0093	1.587	0.1125	1.579	0.1143	1.7922	0.0731

Reaksi Pasar Keputusan Cash Dividend : 2005-2012

date	caar	pos : neg	t-test tim	prob.	t-test cros	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0154	398 : 342	4.417	0	3.4067	0.0007	8.9681	0	1.7274	0.0841	2.7799	0.0054	5.2223	0
(-1...5)	0.0121	390 : 350	4.364	0	3.256	0.0011	9.8336	0	1.53	0.126	2.8799	0.004	4.6302	0
(-5...1)	0.0115	386 : 354	4.15	0	3.3622	0.0008	4.5179	0	2.8143	0.0049	2.8012	0.0051	4.3342	0
(-1...1)	0.0083	384 : 356	4.5474	0	3.3552	0.0008	4.7497	0	2.4353	0.0149	3.355	0.0008	4.1862	0
(0...0)	0	355 : 385	0.047	0.9625	0.0334	0.9734	-0.221	0.8251	-0.1008	0.9197	1.297	0.1946	2.0398	0.0414
(0...0)	0	355 : 385	0.047	0.9625	0.0334	0.9734	-0.221	0.8251	-0.1008	0.9197	1.297	0.1946	2.0398	0.0414
(0...0)	0	355 : 385	0.047	0.9625	0.0334	0.9734	-0.221	0.8251	-0.1008	0.9197	1.297	0.1946	2.0398	0.0414
(0...0)	0	355 : 385	0.047	0.9625	0.0334	0.9734	-0.221	0.8251	-0.1008	0.9197	1.297	0.1946	2.0398	0.0414

Lampiran 3

Reaksi Pasar Keputusan Stock Dividend : 2005-2012

date	caar	pos : neg	t-test time	prob.	t-test cross	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.1165	8:04	3.3233	0.0009	1.701	0.0889	3.2197	0.0013	1.7625	0.078	2.1573	0.031	2.0595	0.0394
(-1...5)	0.1054	8:04	3.7697	0.0002	1.685	0.092	3.7271	0.0002	1.6775	0.0934	2.352	0.0187	2.0595	0.0394
(-5...1)	0.0227	7:05	0.8108	0.4175	1.0695	0.2848	0.7716	0.4403	1.0595	0.2894	1.1004	0.2712	1.4643	0.1431
(-1...1)	0.0116	8:04	0.6331	0.5266	1.0358	0.3003	0.7068	0.4797	0.9855	0.3244	1.1426	0.2532	2.0595	0.0394
(0...0)	0.0048	6:06	0.4551	0.6491	0.5808	0.5614	0.5668	0.5709	0.5647	0.5723	0.1952	0.8452	0.8691	0.3848
(0...0)	0.0048	6:06	0.4551	0.6491	0.5808	0.5614	0.5668	0.5709	0.5647	0.5723	0.1952	0.8452	0.8691	0.3848
(0...0)	0.0048	6:06	0.4551	0.6491	0.5808	0.5614	0.5668	0.5709	0.5647	0.5723	0.1952	0.8452	0.8691	0.3848
(0...0)	0.0048	6:06	0.4551	0.6491	0.5808	0.5614	0.5668	0.5709	0.5647	0.5723	0.1952	0.8452	0.8691	0.3848

Reaksi Pasar Keputusan Mixed Dividend : 2005-2012

date	caar	pos : neg	t-test time	prob.	t-test cross	prob.	patell z	prob.	boehmer	prob.	corrado ra	prob.	sign test	prob.
(-5...5)	0.0337	22:16	2.1581	0.0309	1.4451	0.1484	2.5409	0.0111	1.2397	0.2151	1.9475	0.0515	2.4333	0.015
(-1...5)	0.0209	22:16	1.6824	0.0925	1.7932	0.0729	1.3808	0.1673	1.3983	0.162	2.1917	0.0284	2.4333	0.015
(-5...1)	0.021	18:20	1.6848	0.092	0.9635	0.3353	2.3227	0.0202	0.9329	0.3509	0.7986	0.4245	1.1009	0.2709
(-1...1)	0.0082	21:17	1.011	0.312	1.081	0.2797	0.7918	0.4285	0.7951	0.4265	0.8385	0.4017	2.1002	0.0357
(0...0)	0.0118	22:16	2.4982	0.0125	1.6935	0.0904	2.252	0.0243	1.6381	0.1014	2.2578	0.024	2.4333	0.015
(0...0)	0.0118	22:16	2.4982	0.0125	1.6935	0.0904	2.252	0.0243	1.6381	0.1014	2.2578	0.024	2.4333	0.015
(0...0)	0.0118	22:16	2.4982	0.0125	1.6935	0.0904	2.252	0.0243	1.6381	0.1014	2.2578	0.024	2.4333	0.015
(0...0)	0.0118	22:16	2.4982	0.0125	1.6935	0.0904	2.252	0.0243	1.6381	0.1014	2.2578	0.024	2.4333	0.015

Lampiran 4

Hasi Regressi Multivariat

Dependent Variable: CARS?

Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)

Date: 12/06/15 Time: 16:19

Sample: 2005 2008

Included observations: 4

Cross-sections included: 204

Total pool (balanced) observations: 816

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043806	0.010007	4.377490	0.0000
LNNCS?	-0.000689	0.000629	-1.095232	0.2737
LNMC?	-0.002984	0.000591	-5.047263	0.0000
EPS?	7.72E-06	1.09E-06	7.068016	0.0000
DER?	-1.02E-05	2.85E-06	-3.570992	0.0004
PER?	1.62E-07	5.46E-07	0.296435	0.7670
CR?	0.000594	0.000227	2.613109	0.0091
DCASH?	0.006462	0.003159	2.045414	0.0411

Weighted Statistics

R-squared	0.022684	Mean dependent var	0.017249
Adjusted R-squared	0.014218	S.D. dependent var	0.141542
S.E. of regression	0.141344	Sum squared resid	16.14244
F-statistic	2.679204	Durbin-Watson stat	2.004934
Prob(F-statistic)	0.009547		

Unweighted Statistics

R-squared	0.006120	Mean dependent var	0.022278
Sum squared resid	17.80865	Durbin-Watson stat	1.861246

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/06/15 Time: 22:56
 Sample: 2005 2008
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.040130	0.009102	4.408696	0.0000
LNNCS?	-0.000282	0.000865	-0.325814	0.7446
LNMC?	-0.002742	0.000524	-5.235758	0.0000
EPS?	8.89E-06	1.77E-06	5.009535	0.0000
DER?	-1.10E-05	2.66E-06	-4.136788	0.0000
PER?	1.27E-07	6.03E-07	0.211092	0.8329
CR?	0.000579	0.000201	2.872507	0.0042
DSTOCK?	0.008466	0.025711	0.329277	0.7420

Weighted Statistics

R-squared	0.019408	Mean dependent var	0.017032
Adjusted R-squared	0.010912	S.D. dependent var	0.141330
S.E. of regression	0.141273	Sum squared resid	16.12621
F-statistic	2.284517	Durbin-Watson stat	2.013197
Prob(F-statistic)	0.026195		

Unweighted Statistics

R-squared	0.003902	Mean dependent var	0.022278
Sum squared resid	17.84839	Durbin-Watson stat	1.858665

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/06/15 Time: 23:20
 Sample: 2005 2008
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.040285	0.008728	4.615423	0.0000
LNNCS?	-0.000283	0.000858	-0.330137	0.7414
LNMC?	-0.002796	0.000503	-5.564963	0.0000
EPS?	9.01E-06	1.80E-06	5.008345	0.0000
DER?	-1.03E-05	2.61E-06	-3.948503	0.0001
PER?	1.49E-07	5.89E-07	0.253150	0.8002
CR?	0.000585	0.000204	2.872404	0.0042
DMIXED?	0.042824	0.015371	2.786129	0.0055

Weighted Statistics

R-squared	0.024890	Mean dependent var	0.017023
Adjusted R-squared	0.016442	S.D. dependent var	0.141637
S.E. of regression	0.141187	Sum squared resid	16.10648
F-statistic	2.946313	Durbin-Watson stat	2.022649
Prob(F-statistic)	0.004715		

Unweighted Statistics

R-squared	0.004656	Mean dependent var	0.022278
Sum squared resid	17.83488	Durbin-Watson stat	1.858844

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/06/15 Time: 13:26
 Sample: 2005 2008
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.056389	0.011312	4.984645	0.0000
LNNCS?	-0.001177	0.000802	-1.468127	0.1425
LNMC?	-0.003080	0.000543	-5.667957	0.0000
EPS?	7.15E-06	8.47E-07	8.443003	0.0000
DER?	-9.92E-06	2.94E-06	-3.375332	0.0008
PER?	2.75E-07	4.20E-07	0.654961	0.5127
CR?	0.000583	0.000230	2.533569	0.0115
DNODIV?	-0.009486	0.003043	-3.117233	0.0019

Weighted Statistics

R-squared	0.027792	Mean dependent var	0.017118
Adjusted R-squared	0.019370	S.D. dependent var	0.141827
S.E. of regression	0.141418	Sum squared resid	16.15924
F-statistic	3.299733	Durbin-Watson stat	2.006821
Prob(F-statistic)	0.001814		

Unweighted Statistics

R-squared	0.007904	Mean dependent var	0.022278
Sum squared resid	17.77669	Durbin-Watson stat	1.864356

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/08/15 Time: 13:23
 Sample: 2009 2012
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008153	0.002682	3.040191	0.0024
LNNCS?	0.000681	0.000355	1.920775	0.0551
LNMC?	-0.001122	0.000322	-3.489708	0.0005
EPS?	2.14E-06	9.55E-07	2.239031	0.0254
DER?	4.72E-06	7.27E-08	64.96552	0.0000
PER?	6.37E-06	3.44E-06	1.850682	0.0646
CR?	0.000274	0.000421	0.650595	0.5155
DCASH?	0.001322	0.000974	1.356598	0.1753

Weighted Statistics			
R-squared	0.014904	Mean dependent var	-0.003694
Adjusted R-squared	0.006369	S.D. dependent var	0.123644
S.E. of regression	0.123299	Sum squared resid	12.28370
F-statistic	1.746318	Durbin-Watson stat	1.963090
Prob(F-statistic)	0.095101		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.001736	Mean dependent var	0.003515
Sum squared resid	12.81209	Durbin-Watson stat	1.951337

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/08/15 Time: 13:42
 Sample: 2009 2012
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.145070	0.052096	2.784660	0.0055
LNNCS?	0.002575	0.000731	3.523506	0.0005
LNMC?	-0.011911	0.003984	-2.989500	0.0029
EPS?	-8.62E-07	1.14E-06	-0.755386	0.4503
DER?	9.41E-06	2.57E-06	3.662481	0.0003
PER?	9.31E-06	1.13E-05	0.824819	0.4098
CR?	0.001259	0.000802	1.570887	0.1167
DSTOCK?	0.094152	0.056759	1.658793	0.0977

Weighted Statistics

R-squared	0.350973	Mean dependent var	-0.009712
Adjusted R-squared	0.125691	S.D. dependent var	0.131802
S.E. of regression	0.123012	Sum squared resid	9.154901
F-statistic	1.557925	Durbin-Watson stat	2.526306
Prob(F-statistic)	0.000024		

Unweighted Statistics

R-squared	0.270624	Mean dependent var	0.003515
Sum squared resid	9.361076	Durbin-Watson stat	2.599373

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/08/15 Time: 14:06
 Sample: 2009 2012
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.138235	0.053564	2.580750	0.0101
LNNCS?	0.002288	0.000625	3.659909	0.0003
LNMC?	-0.011257	0.004004	-2.811642	0.0051
EPS?	-2.36E-06	1.30E-06	-1.816233	0.0698
DER?	9.35E-06	2.61E-06	3.589036	0.0004
PER?	9.09E-06	1.11E-05	0.822596	0.4111
CR?	0.001326	0.000808	1.641901	0.1011
DMIXED?	0.029692	0.007548	3.933689	0.0001
Fixed Effects (Cross)				
_ADHI--C	0.025633			
_TMPI--C	0.119162			

Weighted Statistics

R-squared	0.355737	Mean dependent var	-0.010315
Adjusted R-squared	0.132109	S.D. dependent var	0.132847
S.E. of regression	0.123513	Sum squared resid	9.229540
F-statistic	1.590751	Durbin-Watson stat	2.531495
Prob(F-statistic)	0.000010		

Unweighted Statistics

R-squared	0.264594	Mean dependent var	0.003515
Sum squared resid	9.438474	Durbin-Watson stat	2.608118

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/08/15 Time: 13:02
 Sample: 2009 2012
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 816
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015304	0.004880	3.136273	0.0018
LNNCS?	0.001189	0.000403	2.946733	0.0033
LNMC?	-0.001727	0.000475	-3.637173	0.0003
EPS?	2.18E-06	9.67E-07	2.257108	0.0243
DER?	4.87E-06	1.24E-07	39.21173	0.0000
PER?	4.51E-06	4.94E-06	0.912207	0.3619
CR?	0.000353	0.000448	0.787681	0.4311
DNODIV?	-0.004634	0.002243	-2.065714	0.0392
Weighted Statistics				
R-squared	0.017216	Mean dependent var		-0.003683
Adjusted R-squared	0.008702	S.D. dependent var		0.123084
S.E. of regression	0.122588	Sum squared resid		12.14253
F-statistic	2.022041	Durbin-Watson stat		1.961281
Prob(F-statistic)	0.049862			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.003403	Mean dependent var		0.003515
Sum squared resid	12.79069	Durbin-Watson stat		1.950270

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/08/15 Time: 16:27
 Sample: 2005 2012
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 1632
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018377	0.008165	2.250644	0.0245
LNNCS?	0.000259	0.000750	0.344870	0.7302
LNMC?	-0.001839	0.000362	-5.076318	0.0000
EPS?	3.86E-06	1.52E-06	2.533140	0.0114
DER?	5.03E-06	2.78E-07	18.08973	0.0000
PER?	7.14E-07	3.29E-07	2.169165	0.0302
CR?	0.000461	0.000257	1.791287	0.0734
DCASH?	0.006177	0.001864	3.313725	0.0009

Weighted Statistics

R-squared	0.008583	Mean dependent var	0.006899
Adjusted R-squared	0.004309	S.D. dependent var	0.133745
S.E. of regression	0.133634	Sum squared resid	29.00145
F-statistic	2.008399	Durbin-Watson stat	1.992242
Prob(F-statistic)	0.050830		

Unweighted Statistics

R-squared	0.000688	Mean dependent var	0.012897
Sum squared resid	30.87506	Durbin-Watson stat	1.879409

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/09/15 Time: 11:27
 Sample: 2005 2012
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 1632
 Swamy and Arora estimator of component variances
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.079111	0.026135	3.027011	0.0025
LNNCS?	-0.001786	0.003150	-0.566840	0.5709
LNMC?	-0.004415	0.001849	-2.387186	0.0171
EPS?	3.04E-06	1.37E-06	2.223632	0.0263
DER?	3.49E-06	4.88E-07	7.156203	0.0000
PER?	3.89E-07	3.42E-07	1.138129	0.2552
CR?	0.000595	0.000254	2.346110	0.0191
DSTOCK?	0.104404	0.055657	1.875834	0.0609

Weighted Statistics

R-squared	0.014985	Mean dependent var	0.012694
Adjusted R-squared	0.010739	S.D. dependent var	0.137356
S.E. of regression	0.136617	Sum squared resid	30.31055
F-statistic	3.529459	Durbin-Watson stat	1.907050
Prob(F-statistic)	0.000909		

Unweighted Statistics

R-squared	0.015082	Mean dependent var	0.012897
Sum squared resid	30.43035	Durbin-Watson stat	1.899543

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/09/15 Time: 13:27
 Sample: 2005 2012
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 1632
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015323	0.008139	1.882811	0.0599
LNNCS?	0.000125	0.000657	0.190662	0.8488
LNMC?	-0.001359	0.000453	-3.000563	0.0027
EPS?	3.93E-06	1.54E-06	2.549934	0.0109
DER?	4.85E-06	3.05E-07	15.86440	0.0000
PER?	6.79E-07	3.56E-07	1.905804	0.0569
CR?	0.000443	0.000265	1.673655	0.0944
DMIXED?	0.013301	0.008916	1.491791	0.1359

Weighted Statistics			
R-squared	0.007427	Mean dependent var	0.006723
Adjusted R-squared	0.003148	S.D. dependent var	0.133713
S.E. of regression	0.133670	Sum squared resid	29.01731
F-statistic	1.735855	Durbin-Watson stat	1.992084
Prob(F-statistic)	0.096542		

Unweighted Statistics			
R-squared	-0.000134	Mean dependent var	0.012897
Sum squared resid	30.90046	Durbin-Watson stat	1.877149

Lampiran 4

Dependent Variable: CARS?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/08/15 Time: 16:13
 Sample: 2005 2012
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 204
 Total pool (balanced) observations: 1632
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.030145	0.010084	2.989527	0.0028
LNNCS?	0.000295	0.000784	0.375810	0.7071
LNMC?	-0.002179	0.000443	-4.917643	0.0000
EPS?	3.70E-06	1.50E-06	2.456930	0.0141
DER?	5.12E-06	2.75E-07	18.58124	0.0000
PER?	7.31E-07	3.16E-07	2.312482	0.0209
CR?	0.000467	0.000253	1.843762	0.0654
DNODIV?	-0.008761	0.002056	-4.261642	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.010189	Mean dependent var	0.006922
Adjusted R-squared	0.005923	S.D. dependent var	0.133727
S.E. of regression	0.133509	Sum squared resid	28.94712
F-statistic	2.388253	Durbin-Watson stat	1.992751
Prob(F-statistic)	0.019741		

Unweighted Statistics

R-squared	0.002643	Mean dependent var	0.012897
Sum squared resid	30.81467	Durbin-Watson stat	1.880525