

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini penulis akan membahas mengenai hasil empiris untuk menguji penerimaan atau penolakan atas seluruh hipotesis yang telah dibuat sebelumnya. Penulis menggunakan tingkat kepercayaan 1%, 5%, dan 10% untuk menguji keseluruhan hipotesis yang telah dibuat. Penulis menggunakan data tahunan untuk mengukur variabel dependen dan variabel independen yang digunakan dalam melakukan pengujian model atas pengaruh variabel kebijakan dividen terhadap *future cummulative market adjusted return* pada model 1 dan pengaruh variabel kebijakan dividen terhadap *future profitability* pada model 2.

Untuk memudahkan dalam pembahasan penelitian ini, analisis akan dilakukan dalam beberapa bagian yaitu:

- a. Analisis hasil regresi untuk menguji hubungan dan pengaruh kebijakan dividen terhadap *future cummulative market adjusted return*
- b. Analisis hasil uji beda rerata untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future cummulative market adjusted return* antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan yang tidak mengubah pembayaran dividennya
- c. Analisis hasil uji beda rerata untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future cummulative market adjusted return* antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan yang menurunkan pembayaran dividennya
- d. Analisis hasil uji beda rerata untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future cummulative market adjusted return* antara perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya dengan yang menurunkan pembayaran dividennya
- e. Analisis hasil regresi untuk menguji hubungan dan pengaruh kebijakan dividen terhadap *future profitability*

- f. Analisis hasil uji beda rerata untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future profitability* antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan yang tidak mengubah pembayaran dividennya
- g. Analisis hasil uji beda rerata untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future profitability* antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan yang menurunkan pembayaran dividennya
- h. Analisis hasil uji beda rerata untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future profitability* antara perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya dengan yang menurunkan pembayaran dividennya

#### **4.1 Analisis atas Hasil Pengujian Empiris Mengenai Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap *Future Cummulative Market Adjusted Return***

##### **4.1.1 Seleksi Sampel**

Sebelum melakukan pengujian untuk meneliti hubungan dan pengaruh kebijakan dividen terhadap *future cummulative market adjusted return (future CAR)*, penulis mengeluarkan data yang termasuk *outlier* dari variabel *future CAR*, *dividend payout ratio*, dan kesempatan investasi pada sampel yang digunakan. Dari keseluruhan jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian, penulis mengeluarkan 13 perusahaan yang dianggap sebagai *outlier* sehingga jumlah observasi yang akan digunakan dalam pengujian lebih lanjut berjumlah 40 perusahaan. Dengan waktu 4 tahun pengamatan, diperoleh 160 observasi yang akan digunakan dalam analisis lebih lanjut.

##### **4.1.2 Statistik Deskriptif dan Pengujian atas Normalitas Data**

Hasil pengujian statistik deskriptif atas seluruh variabel yang digunakan dalam model 1 dapat dilihat pada tabel 4.1. Dari tabel tersebut, dapat kita lihat bahwa nilai rata-rata dari variabel yang digunakan cukup jauh berbeda dengan nilai tengahnya, kecuali variabel *dividend payout ratio* dan ukuran perusahaan. Selain itu, *range* antara nilai maksimum dan minimum antar masing-masing variabel juga cukup besar, di mana *range* yang cukup besar terdapat pada variabel kesempatan investasi, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan.

**Tabel 4.1**  
**Statistik Deskriptif Variabel-Variabel yang Digunakan dalam Model 1**

	FUTCAR?	DDPS?	DPR?	PBV?	CF?	DER?	SIZE?
<b>Mean</b>	-0.064337	0.437500	0.333300	1.883713	0.012059	0.902239	27.71221
<b>Median</b>	-0.141793	0.000000	0.299390	1.430000	0.002043	0.623505	27.69564
<b>Maximum</b>	0.966849	1.000000	1.096026	8.530000	0.513414	3.903501	31.95032
<b>Minimum</b>	-0.877099	0.000000	-0.800000	0.290000	-0.443813	0.000000	23.92621
<b>Std. Dev.</b>	0.385373	0.497636	0.235129	1.546299	0.095589	0.766010	1.759072
<b>Skewness</b>	0.564022	0.251976	0.050550	2.000097	0.834246	1.486332	0.136264
<b>Kurtosis</b>	2.817979	1.063492	6.328025	8.091027	11.37982	5.211282	2.702813
<b>Jarque-Bera</b>	8.704085	26.69354	73.90648	296.0682	486.7017	91.51001	1.083941
<b>Probability</b>	0.012880	0.000002	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.581601
<b>Sum</b>	-10.29396	70.00000	53.32804	301.3940	1.929484	144.3583	4433.953
<b>Sum Sq. Dev.</b>	23.61347	39.37500	8.790396	380.1754	1.452827	93.29663	491.9990
<b>Observations</b>	160	160	160	160	160	160	160
<b>Cross sections</b>	40	40	40	40	40	40	40
<b>Keterangan :</b>							
FUTCAR = <i>Cumulative Market Adjusted Return</i> pada t+1							
DDPS = <i>Dummy Perubahan Dividend Per Share</i> pada t=0							
DPR = <i>Dividend Payout Ratio</i> pada t=0							
PBV = <i>Kesempatan Investasi</i> pada t=0							
CF = <i>Cash Flow</i> pada t=0							
DER = <i>Debt to Equity Ratio</i> pada t=0							
SIZE = <i>Ukuran Perusahaan</i> pada t=0							

**Sumber:** Hasil Output E-Views 4.1

Nilai rata-rata dari *future CAR* selama periode penelitian negatif. Hal ini mungkin terkait dengan proporsi perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya dan/atau menurunkan pembayaran dividennya lebih besar daripada perusahaan yang meningkatkan pembayarannya.

Selain itu, nilai rata-rata dari *dividend payout ratio* menunjukkan bahwa proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham lebih kecil daripada yang disisihkan ke dalam bentuk *retained earning*. Namun, ada pula perusahaan yang membagikan keseluruhan laba yang dihasilkan dalam bentuk dividen. Hal ini mungkin saja dilakukan oleh perusahaan yang memasuki tahap *growth* menuju *mature* atau sudah *mature*, di mana perusahaan tersebut memiliki arus kas dan laba yang paling tinggi dalam siklus hidupnya. Dilihat dari nilai standar deviasi masing-masing variabel, variasi data paling besar adalah pada variabel

kesempatan investasi dan ukuran perusahaan, di mana nilai standar deviasinya jauh melebihi variabel-variabel lainnya. Sedangkan variasi data yang paling kecil terdapat pada variabel *cash flow*. Deviasi yang besar pada variabel kesempatan investasi dan ukuran perusahaan disebabkan penulis tidak mengelompokkan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi (*overinvestment*) dan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi rendah (*underinvestment*). Selain itu, penulis juga tidak mengelompokkan perusahaan menjadi perusahaan besar dan perusahaan kecil berdasarkan total asetnya.

Dari keseluruhan data dari masing-masing variabel yang digunakan, data dari variabel ukuran perusahaan memiliki distribusi paling normal, yang ditunjukkan dengan  $p_{\text{value}} \text{ Jarque Berra} > \alpha$  (pada  $\alpha = 5\%$ ). Namun, apabila dilihat dari nilai skewness (kemencengan) dari masing-masing variabel, hampir semua variabel yang digunakan dapat dikatakan terdistribusi normal karena memiliki nilai antara -2 dan +2, kecuali variabel kesempatan investasi yang memiliki nilai skewness 2. Namun, karena dalam penelitian ini *sample size* yang digunakan cukup besar ( $n > 30$ ) menyebabkan distribusi *sampling error term* mendekati normal/*normality asymptotic* (Modul Ekonometrika Dasar Lab IE - FEUI) sehingga penulis tidak melakukan *treatment* lebih lanjut.

#### 4.1.3 Pemilihan Metode Estimasi dalam Analisis Data Panel

Dalam memilih metode estimasi mana yang lebih baik antara *pooled least square* dengan *fixed effect*, penulis melakukan *Chow Test*. Metode *pooled least square* dipilih apabila hasil  $F_{\text{stat}} < F_{\text{tabel}}$ .

Berdasarkan hasil *Chow Test*, diketahui bahwa  $F_{\text{stat}}$  adalah 1,360379, sedangkan  $F_{\text{tabel}}$  adalah 1,50612014 pada  $\alpha = 5\%$ . Karena nilai  $F_{\text{stat}} < F_{\text{tabel}}$ , metode *pooled least square* yang disarankan dalam mengestimasi parameter permodelan dengan data panel sehingga tidak dilakukan *Hausman Test*. Hasil *Chow Test* dapat dilihat pada lampiran 2.

#### 4.1.4 Evaluasi atas Hasil Regresi

##### 4.1.4.1 Kriteria Ekonometrika (Uji Asumsi Klasik)

Sebelum menganalisis hasil regresi, dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa hasil regresi yang diperoleh tidak melanggar asumsi dasar ekonometrika. Pengujian ini bertujuan untuk menghasilkan suatu persamaan regresi yang linear, tidak bias, dan efisien.

##### a. Uji Multikolinearitas

Sebelum melakukan estimasi persamaan, sebaiknya dilakukan terlebih dahulu pengujian apakah antar variabel bebas mengandung multikolinearitas. Pengujian terhadap adanya gejala multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan matriks korelasi. Dari matriks korelasi tersebut, kita dapat menyimpulkan bahwa apabila terdapat korelasi yang cukup tinggi antara masing-masing variabel bebas ( $>0,8$ ), terdapat indikasi gejala multikolinearitas dan sebaliknya jika korelasi kurang dari 0,8 dapat dikatakan tidak ada multikolinearitas. Pengujian ini dilakukan terhadap seluruh variabel independen yang digunakan. Dari matriks korelasi yang dapat dilihat pada lampiran 2, terlihat bahwa tidak adanya korelasi yang kuat antar variabel yang digunakan sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas pada seluruh model yang digunakan.

##### b. Uji Heteroskedastisitas

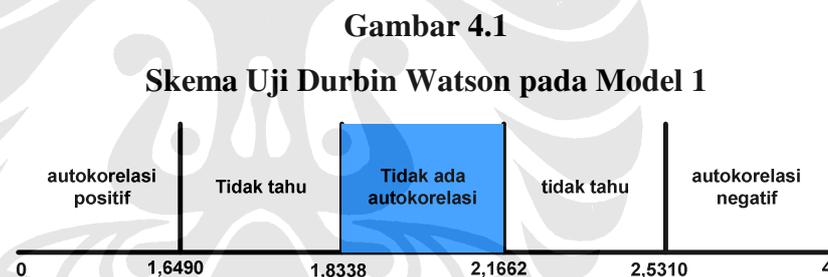
Pada saat melakukan estimasi terhadap model untuk diregresikan, penulis memilih opsi *White-Heteroskedasticity Consistent Standard Error and Variance* dan opsi *Cross Section Weight* pada program Eviews 4.1. Dengan memilih opsi ini, masalah heteroskedastisitasnya telah dieliminasi oleh program Eviews 4.1 (Nachrowi, 2002: 334).

Apabila kedua opsi tersebut tidak dipilih, hasil uji t menunjukkan tiga dari enam variabel bebas yang digunakan, yaitu *dividend payout ratio*, kesempatan investasi, dan ukuran perusahaan, tidak signifikan secara statistik. Selain itu, nilai koefisien dan standar error dari koefisien lebih

tinggi dibandingkan dengan ketika memilih kedua opsi tersebut. Perubahan yang terjadi akibat dikonstankannya residual dengan memilih kedua opsi tersebut, menunjukkan bahwa pada model awal memang terjadi heteroskedastisitas. Hasil pengujian tanpa memilih opsi *White-Heteroskedasticity Consistent Standard Error and Variance* dan *Cross Section Weight* dapat dilihat pada lampiran 2.

### c. Autokorelasi

Untuk menguji adanya gejala autokorelasi, dapat digunakan dengan membandingkan angka  $DW_{stat}$  dan  $DW_{tabel}$ . Dengan variabel independen berjumlah 6 dan observasi berjumlah 160 didapatkan angka  $D_L$  yaitu 1,6490 dan  $D_U$  yaitu 1,8338. Nilai  $DW_{stat}$  menunjukkan angka 2,084925 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi. Skema uji DW dapat dilihat pada gambar 4.1.



Sumber : Hasil Olahan Penulis

#### 4.1.4.2 Kriteria Statistika

Setelah melakukan *treatment* terhadap model sehingga memenuhi seluruh asumsi yang digunakan, diperoleh hasil regresi seperti yang tertera pada tabel 4.2.

##### a. Uji F

Berdasarkan hasil pengujian regresi diperoleh nilai  $F_{stat}$  sebesar 17,97094 dan *probability*  $F_{stat}$  sebesar 0,00000. Hasil ini menunjukkan bahwa pada  $\alpha=1\%$ , variabel independen yang diuji secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*future abnormal return*). Hal ini mencerminkan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan cukup mencerminkan variabel dependennya.

**Tabel 4.2**  
**Hasil Regresi Model 1**

Dependent Variable: FUTCAR?					
Method: GLS (Cross Section Weights)					
Date: 06/21/09 Time: 04:31					
Sample: 2004 2007					
Included observations: 4					
Number of cross-sections used: 40					
Total panel (balanced) observations: 160					
One-step weighting matrix					
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance					
Variable	Exp. Sign	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C		-0.915425	0.204169	-4.483666	0.0565***
DDPS?	+	0.128145	0.024411	5.249369	0.0000*
DPR?	+/-	-0.250251	0.064159	-3.900494	0.0026*
PBV?	+	0.007973	0.008713	0.915069	0.2345
CF?	+	0.956619	0.143143	6.682981	0.0000*
DER?	-	-0.072621	0.017106	-4.245282	0.0035*
SIZE?	+	0.030440	0.006593	4.617296	0.0851***
*signifikan pada $\alpha = 1\%$ , ** signifikan pada $\alpha = 5\%$ , ***signifikan pada $\alpha = 10\%$					
Keterangan :					
FUTCAR = Future cummulative market adjusted return pada t +1					
DDPS = Dummy $\Delta$ dividend per share pada t = 0					
DPR = Dividend payout ratio pada t = 0					
PBV = Kesempatan investasi pada t = 0					
CF = Cash Flow pada t = 0					
DER = Debt to Equity Ratio pada t = 0					
Size = Ukuran Perusahaan pada t = 0					
Weighted Statistics					
R-squared	0.413401	Mean dependent var	-0.165270		
Adjusted R-squared	0.390397	S.D. dependent var	0.490511		
S.E. of regression	0.382976	Sum squared resid	22.44066		
F-statistic	17.97094	Durbin-Watson stat	2.082495		
Prob(F-statistic)	0.000000				

Sumber : output Eviews 4.1

**b. Uji  $R^2$**

Uji  $R^2$  digunakan untuk melihat kemampuan model untuk menjelaskan *future cummulative market adjusted return*. Nilai  $R^2$  dari model tersebut adalah 0,413041, sedangkan nilai *adjusted*  $R^2$  dari model tersebut adalah

0,390397. Hal ini menunjukkan bahwa 39% variasi dari *future abnormal return* dapat dijelaskan oleh perubahan *dividend per share*, *dividend payout ratio*, kesempatan investasi, *cash flow*, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor atau sebab-sebab lainnya.

### c. Uji t

Berdasarkan tabel hasil pengujian, dapat dilihat bahwa hampir seluruh variabel independen, kecuali variabel kesempatan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen *future CAR*. Variabel *dummy* perubahan *dividend per share*, *dividend payout ratio*, *cash flow*, dan *debt to equity ratio*, signifikan pada  $\alpha=1\%$ , sedangkan ukuran perusahaan signifikan pada  $\alpha=10\%$ . Hal ini dapat dilihat dari nilai  $p_{value} < \alpha$ .

Variabel independen pertama, *dummy* dari perubahan *dividend per share* (DDPS) memiliki pengaruh bernilai positif dan signifikan terhadap *future CAR*. Dengan demikian **hipotesis 1 diterima**. Hal ini konsisten dengan *dividend signalling theory*, di mana perubahan *dividend per share* dapat digunakan oleh perusahaan sebagai *signalling device* mengenai optimisme manajemen dalam menyampaikan perubahan espektasi mengenai kinerja perusahaan di masa mendatang sehingga juga mempengaruhi pergerakan harga saham di masa mendatang.

Hasil penelitian ini mendukung hasil kesimpulan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980), Yoon dan Starks (1995), Bernatzi et.al. (1997), serta Lukose dan Rao (2004). Bernatzi et.al menyatakan peningkatan pembayaran dividen akan diikuti oleh *abnormal return* yang positif hingga tiga tahun setelah perusahaan mengumumkan peningkatan pembayaran dividen. Sementara itu, Megginson (1997) dan Arifin (2005: 103) menyatakan reaksi pasar terhadap perubahan dalam kebijakan dividen dipengaruhi juga oleh preferensi dari investor tersebut mengenai pengembalian yang diterima. Investor yang menyukai *fixed*

*income* berupa dividen akan merespon positif peningkatan pembayaran dividen. Berdasarkan kedua pendapat tersebut, dapat disimpulkan bahwa para investor di Indonesia merespon positif peningkatan pembayaran dividen.

Variabel independen kedua, *dividend payout ratio* (DPR) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future CAR*. Dengan demikian, **hipotesis 2 diterima**. Namun, pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *future CAR* adalah negatif sehingga hal ini tidak konsisten dengan *dividend signalling theory*, di mana kalau *dividend payout ratio* meningkat justru akan direspon negatif oleh pasar.

Pengaruh negatif ini mungkin disebabkan oleh dua hal. **Pertama**, peningkatan *dividend payout ratio* akan mengurangi bagian laba perusahaan yang disisihkan sebagai *retained earning* guna membiayai kegiatan investasinya. Dengan demikian, investor yang memiliki preferensi jangka panjang dan lebih menyukai laba yang dihasilkan perusahaan disisihkan sebagai *retained earning* untuk diinvestasikan kembali dan menghasilkan NPV yang positif yang pada akhirnya dapat meningkatkan *value* perusahaan dan harga sahamnya akan merespon negatif apabila *dividend payout ratio* dinaikkan. Peningkatan *dividend payout ratio* akan mengurangi jumlah *retained earning* sehingga besar kemungkinannya perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang dalam membiayai kesempatan investasinya terkait dengan mahalanya *flotation cost*. Semakin tinggi penggunaan *debt*, akan mengurangi kontrol pemegang saham terhadap aset perusahaan sehingga investor yang memiliki preferensi jangka panjang, lebih memilih laba yang diperoleh perusahaan disisihkan sebagai *retained earning* untuk mendanai kesempatan investasi perusahaan (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 598). **Kedua**, apabila dikaitkan dengan struktur kepemilikan di Indonesia yang terkonsentrasi pada beberapa pihak, peningkatan *dividend payout ratio* justru akan mengurangi saldo investasi para *share-blockholder* terlebih lagi jika dividen yang dibagikan melebihi

jumlah saldo labanya (*liquidating dividend*) sehingga direspon negatif oleh pasar (Nurmalia, 2007).

Berdasarkan tabel 4.2, dapat dilihat bahwa seluruh variabel kontrol yang digunakan dalam model ini sesuai dengan ekspektasi tanda yang telah dibuat sebelumnya dan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future CAR*, kecuali variabel kesempatan investasi.

Variabel kesempatan investasi (PBV) memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *future CAR*. Pengaruh positif ini diduga karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, diharapkan dapat menghasilkan profit yang lebih besar di masa depan sehingga harga saham pun akan naik (Muhardi, 2002). Selain itu, pengaruh yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia lebih berfokus pada berapa besar dividen yang dibagikan daripada apakah perusahaan membagikan dividen dengan tujuan untuk mengurangi kegiatannya (*overinvestment*) atau tidak. Pengaruh positif dan tidak signifikan ini juga ditemukan Yoon dan Starks (1995) yang menyatakan reaksi pasar terhadap peningkatan atau penurunan pembayaran dividen lebih konsisten dengan *dividend signalling theory* daripada *cash flow signalling theory*, di mana perusahaan yang memiliki *excess cash flow* akan membagikan dividen dengan tujuan untuk menyampaikan informasi mengenai kinerja perusahaan di masa mendatang, bukan sebagai alat untuk mengurangi biaya agensi yang muncul akibat konflik agensi antara manajemen dan pemegang saham sehubungan dengan adanya *free cash flow*.

Variabel *cash flow* (CF) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *future CAR*. Ditmar (2000) serta Ho, Liu, dan Ramanan (1997) menyatakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas menjadi indikator penting dalam *payout policy* (dividen dan *stock repurchase*) karena kedua kebijakan pembayaran tersebut biasanya dibayarkan dalam bentuk tunai. Perusahaan yang memiliki kesulitan dalam hal likuiditas, umumnya tidak akan

membagikan dividen atau apabila membagikan dividen pun bukan dalam bentuk tunai, tetapi dalam bentuk *stock dividend* (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 612). Selain itu, Livnat dan Zarowin (1990) serta Hastuti dan Sudibyo (1998) yang menyatakan laporan arus kas memiliki keunggulan dalam menilai kinerja manajemen karena laporan arus kas menyesuaikan antara informasi keuangan dalam laporan laba rugi yang disusun berbasis akrual dengan jumlah arus kas masuk dan arus kas keluar untuk kegiatan operasi, serta memberikan informasi mengenai arus kas masuk dari kegiatan investasi dan pendanaan.

Variabel *debt to equity ratio* (DER) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *future CAR*. Pengaruh negatif antara *debt to equity ratio* terhadap *market adjusted return* sesuai dengan hasil penelitian Purnomo (1998) dan Hamzah (2007). *Debt to equity ratio* yang tinggi menunjukkan struktur modal perusahaan lebih didominasi oleh penggunaan hutang dalam membiayai pertumbuhan perusahaan dibandingkan dengan penggunaan ekuitas. Nilai *Debt to equity ratio* yang terlalu tinggi juga mengindikasikan perusahaan akan menjadi lebih beresiko menghadapi *financial distress* di masa mendatang dikarenakan perusahaan harus membayar beban bunga serta pokok hutang dalam waktu tertentu di masa depan sehingga direspon negatif oleh pasar.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *future CAR*. Hal ini sesuai dengan penelitian Tarigan (2009) yang juga menemukan pengaruh positif dari variabel ini terhadap *return* saham. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar profit yang diharapkan akan dihasilkan perusahaan dari penggunaan aset yang dimilikinya sehingga ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap harga saham (Antony dan Ramesh, 2002).

## 4.2 Analisis atas Hasil Uji Beda Rerata atas *Future Cummulative Market Adjusted Return*

### 4.2.1 *Future Cummulative Market Adjusted Return* pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Tetap

Selama periode 2003-2006, diperoleh 131 observasi yang terdiri atas 94 kasus dividen naik dan 37 kasus dividen tetap. Dari keseluruhan observasi, penulis mengeluarkan 2 observasi yang termasuk *outlier* pada kasus dividen naik sehingga jumlah observasi yang digunakan dalam pengolahan lebih lanjut berjumlah 129 observasi yang terdiri atas 92 kasus dividen naik dan 37 kasus dividen tetap. Setelah mengeluarkan *outlier*, penulis melakukan pengujian statistik deskriptif *future CAR* pada perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya. Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.3.

**Tabel 4.3**  
**Statistik Deskriptif *Future Cummulative Market Adjusted Return***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Tetap Tahun 2004-2007**

	N	<i>Future Cummulative Market Adjusted Return</i>					
		Mean	Median	Max	Min	Std. Dev	SE. Mean
Div. Naik	92	0,0255	-0,0710	0,9668	-0,8145	0,3930	0,0027
Div. Tetap	37	-0,0004	-0,0054	0,9512	-0,8771	0,4645	-0,0001

Sumber : Ms. Excel 2007

Berdasarkan tabel 4.3, rata-rata *future CAR* pada kasus dividen naik adalah positif, sedangkan *future CAR* pada kasus dividen tetap adalah negatif. Selain itu, dapat kita simpulkan bahwa nilai rata-rata *future CAR* pada kasus dividen naik lebih tinggi 0,0259 daripada nilai rata-rata *future CAR* pada kasus dividen tetap. Dari tabel tersebut dapat kita simpulkan bahwa *future CAR* pada kasus dividen tetap lebih bervariasi daripada *future CAR* pada kasus dividen naik, yang ditunjukkan dengan nilai standar deviasi sebesar 0,4645 pada kasus dividen tetap dan 0,3930 pada kasus dividen naik.

Dalam menguji apakah secara rata-rata terdapat perbedaan *future CAR* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen tetap dilakukan uji beda rerata

dengan menggunakan SPSS 15.0. Hasil uji beda rerata *future CAR* pada kasus dividen naik dan dividen tetap dapat dilihat pada tabel 4.4.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Beda Rerata *Future Cummulative Market Adjusted Return***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Tetap Tahun 2004-2007**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Diff.	Std. Error Diff.
Fut. CAR	Equal variances assumed	0,799	0,373	0,321	127,0	0,748	0,025	0,080
	Equal variances not assumed			0,299	57,18	0,766	0,025	0,086

\* signifikan pada level 1%, \*\* signifikan pada level 5%, \*\*\* signifikan pada level 10%

Sumber : output *independent sampel t-test SPSS 15.0*

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa hasil  $F_{stat}$  dan  $t_{stat}$  tidak signifikan secara statistik. Probabilita  $F_{stat} > \alpha$  menunjukkan bahwa kedua varians tidak berbeda secara nyata, sedangkan probabilita  $t_{stat} > \alpha$  menunjukkan bahwa secara rata-rata, tidak terdapat perbedaan *future CAR* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen tetap sehingga **hipotesis 3 ditolak**.

Kesimpulan atas uji beda rerata *future CAR* pada kasus dividen naik dan dividen tetap senada dengan hasil penelitian Yoon dan Starks (1995) yang memberikan kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan *long-run abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayarannya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *dividend signalling theory* tidak terbukti pada kasus dividen naik dan dividen tetap.

Menurut penulis, investor menyukai pembayaran dividen yang konstatn atau meningkat secara teratur. Hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa secara rata-rata, perusahaan yang tidak mengubah pembayarannya memperoleh *future CAR* yang negatif, tetapi tidak besar nilainya. Sehingga, dapat disimpulkan juga untuk perusahaan yang

tidak mengubah pembayaran dividennya, harga sahamnya cenderung stabil. Sedangkan untuk perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya memperoleh *future CAR* yang positif.

#### 4.2.2 *Future Cummulative Market Adjusted Return* pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Turun

Selama periode 2003-2006, diperoleh 175 observasi yang terdiri atas 94 kasus dividen naik dan 81 kasus dividen turun. Dari keseluruhan observasi, penulis mengeluarkan 2 observasi yang termasuk *outlier* pada kasus dividen naik sehingga jumlah observasi yang digunakan dalam pengujian lebih lanjut berjumlah 173 observasi yang terdiri atas 92 kasus dividen naik dan 81 kasus dividen tetap. Setelah mengeluarkan observasi yang diduga *outlier*, penulis melakukan pengujian statistik deskriptif *future CAR* pada perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya. Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.5.

**Tabel 4.5**

#### **Statistik Deskriptif *Future Cummulative Market Adjusted Return* pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Turun Tahun 2004 - 2007**

	N	<i>Future Cummulative Market Adjusted Return</i>					
		Mean	Median	Max	Min	Std. Dev	SE. Mean
Div. Naik	92	0,0255	-0,0710	0,9668	-0,8145	0,3930	0,0027
Div. Turun	81	-0,1971	-0,2553	0,5367	-0,6312	0,2819	-0,0328

Sumber : Ms. Excel 2007

Berdasarkan tabel 4.5, dapat kita lihat bahwa rata-rata *future CAR* pada kasus dividen naik adalah positif, sedangkan rata-rata *future CAR* pada kasus dividen turun adalah negatif. Selain itu, dapat kita simpulkan bahwa nilai rata-rata *future CAR* pada kasus dividen naik lebih tinggi 0,2225 daripada nilai rata-rata *future CAR* pada kasus dividen turun. Dari tabel tersebut, dapat kita lihat bahwa *future CAR* pada kasus dividen naik lebih bervariasi daripada *future CAR* pada kasus dividen turun.

Untuk melihat apakah terdapat perbedaan *future CAR* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen dapat dilihat pada tabel 4.6.

**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji Beda Rerata *Future Cummulative Market Adjusted Return***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Turun Tahun 2004 - 2007**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Diff.	St. Error Diff.
Fut CAR	Equal variances assumed	13,43	0,000*	4,228	171	0,000*	0,223	0,052
	Equal variances not assumed			4,316	164	0,000*	0,223	0,051

\* signifikan pada level 1%, \*\* signifikan pada level 5%, \*\*\* signifikan pada level 10%

Sumber : output *independent sampel t-test* SPSS 15.0

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa hasil  $F_{stat}$  dan  $t_{stat}$  signifikan secara statistik pada  $\alpha=1\%$ . Probabilita  $F_{stat} < \alpha$  menunjukkan bahwa kedua varians berbeda secara nyata. Sedangkan, probabilita  $t_{stat} < \alpha$  menunjukkan bahwa secara rata-rata, terdapat perbedaan *future CAR* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen turun. Dengan demikian **hipotesis 4 diterima**.

Berdasarkan statistik deskriptif dan didukung oleh hasil uji beda rerata, diperoleh bukti empiris bahwa *dividend signalling theory* terbukti pada kasus dividen naik dan dividen turun. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa secara rata-rata, *future CAR* pada kasus dividen naik lebih tinggi dibandingkan dengan *future CAR* pada kasus dividen turun.

Kesimpulan atas uji beda rerata *future CAR* pada kasus dividen naik dan dividen turun senada dengan hasil penelitian Aharony dan Swary (1980), Yoon dan Starks (1995), serta Bernatzi et.al, (1997) yang memberikan kesimpulan bahwa terdapat perbedaan *long-run abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya. Hasil pengujian ini konsisten dengan *dividend signalling*

*theory*, di mana peningkatan pembayaran dividen akan diikuti dengan *abnormal return* yang positif, atau sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan diikuti dengan *abnormal return* yang negatif.

Menurut penulis, investor menyukai dividen yang konstan atau naik secara teratur dan ketika perusahaan menurunkan pembayarannya, hal ini memberikan sinyal buruk kepada investor mengenai kinerja perusahaan di masa mendatang. Oleh sebab itu, secara rata-rata *future CAR* pada kasus dividen turun adalah negatif dan nilainya pun cukup besar.

#### **4.2.3 *Future Cumulative Market Adjusted Return* pada Kasus Dividen Tetap dan Dividen Turun**

Selama periode 2003-2006, diperoleh 118 observasi yang terdiri atas 94 kasus dividen tetap dan 81 kasus dividen turun. Dari keseluruhan observasi, penulis mengeluarkan 1 observasi yang termasuk *outlier* pada kasus dividen tetap sehingga jumlah observasi yang digunakan dalam pengujian lebih lanjut berjumlah 117 observasi yang terdiri atas 36 kasus dividen tetap dan 81 kasus dividen turun. Setelah mengeluarkan observasi yang diduga *outlier*, penulis melakukan pengujian statistik deskriptif *future CAR* pada perusahaan yang meningkatkan pembayarannya dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayarannya. Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.7.

Berdasarkan tabel 4.7, rata-rata *future CAR* pada kasus dividen tetap dan turun adalah negatif, tetapi nilai rata-rata *future CAR* kasus dividen tetap lebih tinggi 0,416 daripada nilai rata-rata *future CAR* pada kasus dividen turun. Dari tabel tersebut, dapat kita lihat bahwa *future CAR* pada kasus dividen tetap lebih bervariasi daripada *future CAR* pada kasus dividen turun, yang ditunjukkan dengan nilai standar deviasi sebesar 0,4220 pada kasus dividen tetap dan 0,2819 pada kasus dividen turun.

**Tabel 4.7**  
**Statistik Deskriptif *Future Cummulative Market Adjusted Return***  
**Pada Kasus Dividen Tetap dan Dividen Turun Tahun 2004 - 2007**

	N	<i>Future Cummulative Market Adjusted Return</i>					
		Mean	Median	Max	Min	Std. Dev	SE. Mean
Div.Tetap	36	-0,051	-0,0157	0,8447	-0,8771	0,4220	-0,0086
Div.Turun	81	-0,197	-0,2553	0,5367	-0,6312	0,2819	-0,0219

Sumber : Ms. Excel 2007

Dalam menguji apakah secara rata-rata terdapat perbedaan *future CAR* yang signifikan pada kasus dividen tetap dan dividen turun dilakukan uji beda rerata dengan menggunakan SPSS 15.0. Hasil uji beda rerata *future CAR* pada kasus dividen tetap dan dividen turun dapat dilihat pada tabel 4.8.

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji Beda Rerata *Future Cummulative Market Adjusted Return***  
**pada Kasus Dividen Tetap dan Dividen Turun Tahun 2004 - 2007**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig.(2-tailed)	Mean Diff.	Std. Error Diff.
Fut CAR	Equal variances assumed	10,81	0,001*	2,508	115	0,013**	0,170	0,067
	Equal variances not assumed			2,126	48	0,039**	0,170	0,080

\* signifikan pada level 1%, \*\* signifikan pada level 5%, \*\*\* signifikan pada level 10%

Sumber : output *independent sampel t-test* SPSS 15.0

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa  $F_{stat}$  signifikan secara statistik pada  $\alpha=1\%$  dan  $t_{stat}$  signifikan pada  $\alpha=5\%$ . Nilai probabilita  $F_{stat} < \alpha$  menunjukkan bahwa kedua varians berbeda secara nyata. Sementara itu, probabilita  $t_{stat} < \alpha$  menunjukkan bahwa secara rata-rata, terdapat perbedaan *future CAR* yang signifikan pada kasus dividen tetap dan dividen turun. Dengan demikian **hipotesis 5 diterima** dan dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata, *future CAR* pada kasus dividen tetap lebih besar daripada *future CAR* pada kasus dividen turun.

Kesimpulan atas uji beda rerata *future CAR* pada kasus dividen tetap dan dividen turun senada dengan hasil penelitian Lukose dan Rao (2004) yang memberikan kesimpulan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan tidak mengubah pembayarannya. Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif, dapat dilihat bahwa *future CAR* pada kasus dividen tetap memang negatif, tetapi nilainya jauh lebih kecil daripada *future CAR* pada kasus dividen turun.

### **4.3 Analisis atas Hasil Pengujian Empiris Mengenai Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap *Future Profitability***

Dalam penelitian ini, nilai *earning per share* yang digunakan adalah logaritma natural dari *earning per share* agar nilai yang diperoleh terdistribusi normal dan meminimalisasi masalah heteroskedastisitas karena terdapat variasi yang sangat besar antara nilai *earning per share* pada masing-masing perusahaan.

#### **4.3.1 Seleksi Sampel**

Sebelum melakukan pengujian untuk meneliti hubungan dan pengaruh kebijakan dividen terhadap *future profitability*, penulis mengeluarkan data yang termasuk *outlier* dari semua variabel pada sampel yang akan digunakan. Dari keseluruhan jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian, penulis mengeluarkan 3 perusahaan yang memiliki laba negatif dan 11 perusahaan yang dianggap *outlier* sehingga jumlah observasi yang akan digunakan dalam pengujian lebih lanjut berjumlah 39 perusahaan. Dengan waktu 4 tahun pengamatan, diperoleh 156 observasi.

#### **4.3.2 Statistik Deskriptif Variabel-Variabel yang Digunakan**

Langkah pertama dalam pengujian statistik dalam penelitian ini adalah dengan melakukan pengujian statistik deskriptif dari masing-masing variabel, yang terdiri dari nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi perusahaan-perusahaan sampel selama periode penelitian. Hasil uji dari statistik deskriptif dapat dilihat dari tabel berikut 4.9.

Dari tabel 4.9, dapat kita lihat bahwa nilai rata-rata dari variabel yang digunakan cukup jauh berbeda dengan nilai tengahnya, kecuali variabel *future profitability*, *dividend payout ratio*, dan ukuran perusahaan. Selain itu, *range* antara nilai maksimum dan minimum antar masing-masing variabel juga cukup besar, di mana *range* yang cukup besar terdapat pada variabel *future profitability* kesempatan investasi, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan.

**Tabel 4.9**  
**Statistik Deskriptif Variabel-Variabel yang Digunakan dalam Model 2**

	LNEPS?	DDPS?	DPR?	PBV?	CF?	DER?	SIZE?
<b>Mean</b>	5.245917	0.435897	0.339778	1.921949	0.011548	0.912453	27.75915
<b>Median</b>	5.332532	0.000000	0.298644	1.495000	0.001772	0.648092	27.79273
<b>Maximum</b>	8.848222	1.000000	1.096026	8.530000	0.513414	3.903501	31.95032
<b>Minimum</b>	1.791759	0.000000	-0.000625	0.300000	-0.443813	0.000000	23.92621
<b>Std. Dev.</b>	1.780069	0.497471	0.219793	1.547159	0.096580	0.773023	1.756546
<b>Skewness</b>	0.040514	0.258544	0.861477	2.00195	0.844416	1.447843	0.089292
<b>Kurtosis</b>	2.103011	1.066845	3.805885	8.042858	11.22032	5.075172	2.744394
<b>Jarque-Bera</b>	5.272509	26.02904	23.51712	285.6052	457.7683	82.49365	0.631975
<b>Probability</b>	0.071629	0.000002	0.000008	0.000000	0.000000	0.000000	0.729069
<b>Sum</b>	818.3630	68.00000	53.00540	299.8240	1.801479	142.3427	4330.427
<b>Sum Sq. Dev.</b>	491.1400	38.35897	7.487908	371.0236	1.445783	92.62259	478.2451
<b>Observations</b>	156	156	156	156	156	156	156
<b>Cross sections</b>	39	39	39	39	39	39	39
<b>Keterangan :</b>							
LNEPS = <i>Profitability</i> pada t+1							
DDPS = Dummy Perubahan <i>Dividend Per Share</i> pada t=0							
DPR = <i>Dividend Payout Ratio</i> pada t=0							
PBV = Kesempatan Investasi pada t=0							
CF = <i>Cash flow</i> pada t=0							
DER = <i>Debt to equity ratio</i> pada t=0							
SIZE = Ukuran Perusahaan pada t=0							

Sumber: Hasil Output E-Views 4.1

Apabila dilihat dari nilai standar deviasi masing-masing variabel, variasi data paling besar adalah pada variabel *future profitability*, kesempatan investasi dan ukuran perusahaan, di mana nilai standar deviasinya jauh melebihi variabel-variabel lainnya. Sedangkan variasi data yang paling kecil terdapat pada variabel *cash flow*. Deviasi yang besar pada variabel *future profitability* disebabkan penulis tidak mengelompokkan perusahaan yang melakukan penerbitan saham

baru ataupun melakukan *stock repurchase* karena kedua hal tersebut akan mempengaruhi *earning per share* perusahaan. Sementara itu, deviasi yang besar pada variabel kesempatan investasi dan ukuran perusahaan disebabkan penulis tidak mengelompokkan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi (*overinvestment*) dan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi rendah (*underinvestment*). Selain itu, penulis juga tidak mengelompokkan perusahaan menjadi perusahaan besar dan perusahaan kecil berdasarkan total asetnya.

Dari keseluruhan data dari masing-masing variabel yang digunakan, data dari variabel ukuran perusahaan memiliki distribusi paling normal, yang ditunjukkan dengan  $P_{\text{value}} \text{ Jarque Berra} > \alpha$  (5%). Namun, apabila dilihat dari nilai skewness (kemencengan) dari masing-masing variabel, hampir semua variabel yang digunakan dapat dikatakan terdistribusi normal karena memiliki nilai antara -2 dan +2, kecuali variabel kesempatan investasi yang memiliki nilai skewness 2. Namun, karena dalam penelitian ini *sample size* yang digunakan cukup besar ( $n > 30$ ) menyebabkan distribusi *sampling error term* mendekati normal/*normality asymptotic* (Modul Ekonometrika Dasar Lab IE - FEUI) sehingga penulis tidak melakukan *treatment* lebih lanjut.

#### 4.3.3 Pemilihan Metode Estimasi dalam Analisis Data Panel

Dalam memilih metode estimasi mana yang lebih baik antara *pooled least square* dengan *fixed effect*, penulis melakukan *Chow Test*. Metode *pooled least square* dipilih apabila hasil  $F_{\text{stat}} < F_{\text{tabel}}$ .

Berdasarkan hasil *Chow Test*, diketahui bahwa  $F_{\text{stat}}$  adalah 24,369235, sedangkan  $F_{\text{tabel}}$  adalah 1,49538465 pada  $\alpha = 5\%$ . Karena nilai  $F_{\text{stat}} > F_{\text{tabel}}$ , dilakukan *Hausman Test* untuk menentukan apakah estimasi parameter dalam permodelan dengan data panel menggunakan *fixed effect* atau *random effect*. Dari hasil *Hausman Test*, diketahui bahwa  $p_{\text{value}} < \alpha$  sehingga pada model 2 digunakan *fixed effect method*. Hasil *Chow Test* dan *Hausman Test* dapat dilihat pada lampiran 6.

#### 4.3.4 Evaluasi atas Hasil Regresi

##### 4.3.4.1 Kriteria Ekonometri (Uji Asumsi Klasik)

Sebelum menganalisis hasil regresi, dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa hasil regresi yang diperoleh tidak melanggar asumsi dasar ekonometrika. Pengujian ini bertujuan untuk menghasilkan suatu persamaan regresi yang linear, tidak bias, dan efisien.

##### a. Uji Multikolinearitas

Sebelum melakukan estimasi persamaan, sebaiknya dilakukan terlebih dahulu pengujian apakah antar variabel bebas mengandung multikolinearitas. Pengujian terhadap adanya gejala multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan matriks korelasi. Dari matriks korelasi tersebut, kita dapat menyimpulkan bahwa apabila terdapat korelasi yang cukup tinggi antara masing-masing variabel bebas ( $>0,8$ ), terdapat indikasi gejala multikolinearitas dan sebaliknya jika korelasi kurang dari 0,8 dapat dikatakan tidak ada multikolinearitas. Pengujian dilakukan terhadap seluruh model dengan melibatkan seluruh variabel independen. Dari matriks korelasi, terlihat bahwa tidak adanya korelasi yang kuat antar variabel yang digunakan, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas pada seluruh model yang digunakan. Untuk hasil pengujian secara lengkap dapat dilihat pada lampiran 6.

##### b. Uji Heteroskedastisitas

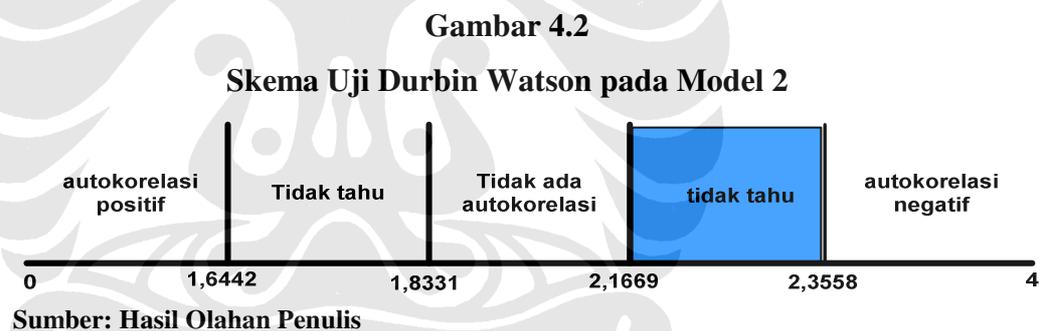
Pada saat melakukan estimasi terhadap model untuk diregresikan, penulis memilih opsi *White-Heteroskedasticity Consistent Standard Error and Variance* dan opsi *Cross Section Weight* pada program Eviews 4.1. Dengan memilih opsi ini, masalah heteroskedastisitasnya telah dieliminasi oleh program Eviews 4.1 (Nachrowi, 2002: 334).

Apabila kedua opsi tersebut tidak dipilih, hasil uji t menunjukkan hanya variabel *cash flow* yang signifikan secara statistik. Selain itu, nilai koefisien dan standar error dari koefisien menjadi lebih tinggi dibandingkan dengan

ketika memilih kedua opsi tersebut. Perubahan yang terjadi akibat dikonstankannya residual dengan memilih kedua opsi tersebut, menunjukkan bahwa pada model awal memang terjadi heteroskedastisitas. Hasil pengujian tanpa memilih opsi *White-Heteroskedasticity Consistent Standard Error and Variance* dan *Cross Section Weight* dapat dilihat pada lampiran 6.

### c. Autokorelasi

Untuk menguji adanya gejala autokorelasi, dapat digunakan dengan membandingkan angka  $DW_{stat}$  dan  $DW_{tabel}$ . Dengan variabel independen berjumlah 6 dan observasi berjumlah 160 didapatkan angka  $D_L$  yaitu 1,64442 dan  $D_U$  yaitu 1,8331. Nilai  $DW_{stat}$  menunjukkan angka 2,25 berada pada *gray area* sehingga tidak dapat disimpulkan terjadi autokorelasi negatif atau tidak.



#### 4.3.4.2 Kriteria Statistika

Setelah melakukan *treatment* terhadap seluruh model sehingga memenuhi seluruh asumsi yang digunakan, diperoleh hasil regresi seperti yang tertera pada tabel 4.10.

### a. Uji F

Berdasarkan hasil pengujian regresi diperoleh nilai  $F_{stat}$  sebesar 2240,155 dan *probability F<sub>stat</sub>* sebesar 0,00000. Hasil ini menunjukkan bahwa pada  $\alpha=1\%$ , variabel independen yang diuji secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*future abnormal return*). Hal ini

mencerminkan bahwa model cukup fit atau variabel-variabel independen yang digunakan cukup mencerminkan variabel dependennya.

**Tabel 4.10**  
**Hasil Regresi Model 2**

Dependent Variable: LNEPS?					
Method: GLS (Cross Section Weights)					
Date: 06/21/09 Time: 04:31					
Sample: 2004 2007					
Included observations: 4					
Number of cross-sections used: 39					
Total panel (balanced) observations: 156					
One-step weighting matrix					
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance					
Variable	Exp. Sign	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDPS?	+/-	0.094262	0.014771	6.381479	0.0000*
DPR?	+/-	-0.476320	0.055341	-8.606995	0.0000*
PBV?	+	0.021394	0.007783	2.748859	0.0070*
CF?	+	1.210939	0.143182	8.457338	0.0000*
DER?	+	-0.043924	0.030236	-1.452719	0.1091***
SIZE?	+	0.158159	0.029686	5.327761	0.0000*
* signifikan pada level 1%, ** signifikan pada level 5%, *** signifikan pada level 10%					
Keterangan :					
LNEPS	= Profitability pada t+1				
DDPS	= Dummy Perubahan Dividend Per Share pada t=0				
DPR	= Dividend Payout Ratio pada t=0				
PBV	= Kesempatan Investasi pada t=0				
CF	= Cash Flow pada t=0				
DER	= Debt to equity ratio pada t=0				
SIZE	= Ukuran Perusahaan pada t=0				
<b>Weighted Statistics</b>					
R-squared	0.989036	Mean dependent var		12.74929	
Adjusted R-squared	0.988654	S.D. dependent var		15.50818	
S.E. of regression	0.568933	Sum squared resid		35.92904	
F-statistic	2240.155	Durbin-Watson stat		2.250582	
Prob(F-statistic)	0.000000				

Sumber : output Eviews 4.1

b. Uji  $R^2$

Uji  $R^2$  digunakan untuk melihat kemampuan model untuk menjelaskan *future profitability*. Nilai  $R^2$  dari model tersebut adalah 0.989036 atau 98,9036 %, sedangkan nilai *adjusted*  $R^2$  dari model tersebut adalah 0,98864 atau 98,8654%. Hal ini menunjukkan bahwa 98% variasi dari *future profitability* dapat dijelaskan oleh perubahan *dividend per share*, *dividend payout ratio*, kesempatan investasi, *cash flow*, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor atau sebab-sebab lainnya.

c. Uji t

Tabel hasil pengujian menyatakan bahwa seluruh variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen *future profitability*. Variabel *dummy* perubahan *dividend per share* (DDPS), *dividend payout ratio* (DPR), kesempatan investasi (PBV), *cash flow* (CF), dan ukuran perusahaan (SIZE) signifikan pada  $\alpha=1\%$ , sementara variabel *debt to equity ratio* (DER) signifikan pada  $\alpha=10\%$ . Hal ini dapat dilihat dari nilai  $p_{value} < \alpha$ .

Variabel independen pertama, *dummy* dari perubahan *dividend per share* (DDPS) memiliki pengaruh positif dan signifikan. Dengan demikian, **hipotesis 6 diterima.**

Pengaruh positif atas perubahan *dividen per share* terhadap *future profitability* mendukung hasil kesimpulan penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Amihud (1994), Nissim dan Ziv (2001) serta Lukose dan Rao (2004). Konsisten dengan *dividend signalling theory*, di mana perubahan dividen memberikan sinyal ke pasar mengenai kinerja perusahaan di masa depan, Nissim dan Ziv (2001) menyatakan peningkatan pembayaran dividen akan diikuti oleh laba yang positif pula dua hingga lima tahun ke depan setelah perusahaan meningkatkan pembayarannya.

Pettit (1972) juga menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen sering diartikan oleh investor sebagai optimisme manajemen akan membaiknya prospek dan kinerja di masa mendatang karena pemotongan dividen seringkali menimbulkan reaksi negatif dari pasar. Hal ini akan menegaskan bahwa kebijakan dividen adalah relevan dan dapat digunakan sebagai *signalling device* oleh perusahaan mengenai kinerja perusahaan di masa depan.

Variabel independen kedua, *dividend payout ratio* (DPR) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future profitability*. Dengan demikian, **hipotesis 7 diterima.**

*Dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang negatif terhadap *future profitability*. Hal ini tidak konsisten dengan *dividend signalling theory*, di mana peningkatan *dividen payout ratio* justru menurunkan laba perusahaan pada periode berikutnya. Hasil ini juga menguatkan penelitian Bernatzi et.al. (1997) dan Tarigan (2009) yang menemukan bahwa laba perusahaan pada periode berikutnya justru menurun ketika perusahaan meningkatkan *dividend payout*.

Tidak konsistennya *dividend signalling theory* mungkin disebabkan oleh perusahaan memang tidak bermaksud untuk memberikan informasi mengenai prospek perusahaan di masa mendatang, tetapi dividen ini digunakan untuk menarik aliran modal yang lebih besar dari pemegang saham yang menyukai *payout level* yang tinggi. Hal ini mungkin saja terjadi, apabila perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi adalah perusahaan yang sebenarnya memiliki kinerja buruk bukan perusahaan yang berkinerja bagus. Perusahaan yang memiliki kinerja buruk akan kehilangan kesempatan investasinya karena dana yang seharusnya disisihkan untuk *retained earning* guna membiayai kegiatannya justru dibayarkan kepada para pemegang saham. Atau dengan kata lain, pengaruh negatif ini bisa juga terjadi sehubungan adanya *trade-off* antara

dana yang dialokasikan untuk pembayaran kepada pemegang saham dengan dana yang dialokasikan untuk kegiatan operasi dan kegiatan investasi dalam rangka meningkatkan laba di masa mendatang menjadi turun karena *operating cash inflow* yang diharapkan tidak terjadi.

Seluruh variabel kontrol yang digunakan dalam model ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future profitability* pada  $\alpha=1\%$ , kecuali variabel *debt to equity ratio* yang signifikan pada  $\alpha=10\%$ .

Variabel kesempatan investasi (PBV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *future profitability*. Pengaruh positif ini disebabkan semakin tinggi nilai PBV menunjukkan bahwa manajemen dapat menciptakan nilai yang lebih tinggi dari asset yang ada (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 66) sehingga mempengaruhi laba di masa mendatang. Perusahaan yang sedang dalam tahap *growth* dan *growth* menuju *mature*, biasanya memiliki kesempatan investasi yang tinggi sehingga investor berharap bahwa perusahaan dapat menghasilkan profit yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi rendah (Murhadi, 2008)

Variabel *cash flow* (CF) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *future profitability*. Menurut Sloan (1996) dalam memprediksi laba masa depan, sebaiknya memasukkan informasi kas dan arus kas karena lebih persisten dibandingkan dengan laba akrual yang lebih bias karena beragamnya metode yang digunakan dalam perhitungan labanya.

Variabel *debt to equity ratio* (DER) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *future profitability*. Pengaruh negatif ini diduga karena perusahaan dapat kehilangan kesempatan investasinya karena adanya *debt covenant* sehingga berpengaruh negatif terhadap laba yang dihasilkan di periode mendatang. Selain itu, perusahaan yang memiliki *debt ratio* yang tinggi diduga menghadapi *financial distress* di masa mendatang karena

perusahaan memiliki kewajiban untuk melunasi bunga dan pokok pinjaman atas hutang yang dimiliki.

*Variabel* ukuran perusahaan (SIZE) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *future profitability*. Pengaruh positif ini diduga karena semakin besar aset yang dimiliki, profit yang dapat dihasilkan di masa mendatang dari penggunaan aset tersebut semakin besar pula (Antony dan Ramesh, 2002).

#### **4.4 Analisis atas Uji Beda Rerata atas *Future Profitability***

Sebelum melakukan uji beda rerata *future profitability* penulis mentransformasi ukuran *future profitability* yang diproksikan dengan *earning per share* (EPS) menjadi logaritma natural *future EPS* agar data yang digunakan terdistribusi normal. Atas *treatment* ini dikeluarkan 4 observasi karena memiliki laba yang negatif sehingga tidak diperoleh nilai logaritma natural dari *earning per share*, yang terdiri atas 1 observasi kasus dividen naik, 1 kasus dividen tetap, dan 2 kasus dividen turun.

##### **4.4.1 *Future Profitability* pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Tetap**

Dari tahun 2003 - 2006, diperoleh 129 observasi yang terdiri atas 94 kasus dividen naik dan 35 kasus dividen tetap. Dari keseluruhan observasi yang akan digunakan, penulis tidak menemukan adanya *outlier*. Setelah menguji normalitas atas sampel yang akan digunakan, penulis melakukan pengujian statistik deskriptif *future profitability* pada perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya. Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.11.

Berdasarkan tabel 4.11, dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata *future profitability* pada kasus dividen naik lebih tinggi 0,1252 daripada nilai rata-rata *future profitability* pada kasus dividen tetap. Dari tabel tersebut, dapat kita lihat bahwa *future profitability* pada kasus dividen tetap lebih bervariasi daripada *future profitability* pada kasus dividen naik.

**Tabel 4.11**  
**Statistik Deskriptif *Future Profitability***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Tetap Tahun 2004 - 2007**

	N	<i>Future Profitability (Ln. Future Earning Per Share)</i>					
		Mean	Median	Max	Min	Std. Dev	SE. Mean
Div. Naik	94	5,3523	5,3589	8,4947	1,7918	1,5486	0,5520
Div. Tetap	35	5,2271	5,4381	8,5188	1,3863	1,8702	0,8835

Sumber : Ms. Excel 2007

Dalam menguji apakah secara rata-rata terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen tetap dilakukan uji beda rerata dengan menggunakan SPSS 15.0. Hasil uji beda rerata *future profitability* pada kasus dividen naik dan dividen tetap dapat dilihat pada tabel 4.12.

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji Beda Rerata *Future Profitability***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Tetap Tahun 2004 - 2007**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig.(2-tailed)	Mean Diff.	St. Error Diff.
Ln. EPS	Equal variances assumed	2,534	0,114	0,385	127	0,701	0,125	0,324
	Equal variances not assumed			0,354	52	0,725	0,125	0,354

\* signifikan pada level 1%, \*\* signifikan pada level 5%, \*\*\* signifikan pada level 10%

Sumber : output *independent sampel t-test* SPSS 15.0

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa hasil  $F_{stat}$  dan  $t_{stat}$  tidak signifikan secara statistik. Probabilitas  $F_{stat} > \alpha$ , hal ini menunjukkan bahwa kedua varians tidak berbeda secara nyata, sedangkan probabilitas  $t_{stat} > \alpha$  menunjukkan bahwa secara rata-rata, tidak terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen tetap. Dengan demikian, **hipotesis 8 ditolak**.

Dari hasil pengujian statistik deskriptif memang terlihat tidak terdapat perbedaan rata-rata *future profitability* yang mencolok pada kasus dividen naik dan dividen tetap. Kemudian didukung oleh hasil pengujian beda rerata yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus

dividen naik dan dividen tetap, menghasilkan suatu kesimpulan bahwa *dividend signaling theory* tidak terbukti dalam kasus dividen naik dan dividen tetap.

Menurut penulis, tidak terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayarannya disebabkan oleh perlunya pertimbangan yang sangat matang dan optimisme manajemen dalam memprediksi laba masa depan. Apabila manajemen tidak terlalu yakin perusahaan dapat menghasilkan laba yang meningkat cukup signifikan, manajemen tidak akan mengubah pembayaran dividennya. Namun, apabila manajemen yakin perusahaan dapat menghasilkan laba yang meningkat cukup signifikan di masa depan, manajemen juga tidak lantas menaikkan pembayaran dividennya. Hal ini dilakukan untuk mengantisipasi apabila pada kenyataannya profit di periode berikutnya tidak sesuai ekspektasi manajemen (Arifin 2005: 116).

#### 4.4.2 *Future Profitability* pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Turun

Penulis menemukan 94 kasus dividen naik dan 79 kasus dividen turun dari tahun 2003-2006. Dari keseluruhan observasi yang akan digunakan, penulis tidak menemukan adanya observasi yang termasuk *outlier* pada data yang digunakan. Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.13.

**Tabel 4.13**  
**Statistik Deskriptif *Future Profitability***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Turun Tahun 2004 - 2007**

	N	<i>Future Profitability (Ln. Future Earning Per Share)</i>					
		Mean	Median	Max	Min	Std. Dev	SE. Mean
Div. Naik	94	5,3523	5,3589	8,4947	1,7918	1,5486	0,5520
Div. Turun	79	4,6200	4,2047	8,8482	1,7918	1,8070	0,5231

Sumber : Ms. Excel 2007

Dari tabel 4.13, dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata *future profitability* pada kasus dividen naik lebih tinggi 0,7323 daripada nilai rata-rata *future profitability* pada kasus dividen turun. Dari tabel tersebut, dapat kita lihat bahwa *future*

*profitability* pada kasus dividen turun lebih bervariasi daripada *future profitability* pada kasus dividen naik, yang ditunjukkan dengan nilai standar deviasi sebesar 1,8070 pada kasus dividen turun dan 1,5486 pada kasus dividen naik.

Dalam menguji apakah secara rata-rata terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen turun dilakukan uji beda rerata dengan menggunakan SPSS 15.0. Hasil uji beda rerata *future profitability* pada kasus dividen naik dan dividen turun dapat dilihat pada tabel 4.14.

**Tabel 4.14**  
**Hasil Uji Beda Rerata *Future Profitability***  
**pada Kasus Dividen Naik dan Dividen Turun Tahun 2004 - 2007**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Diff.	Std. Error Diff.
Ln. EPS	Equal variances assumed	3,379	0,068***	2,87	171	0,005*	0,732	0,255
	Equal variances not assumed			2,83	154	0,005*	0,732	0,258

\* signifikan pada level 1%, \*\* signifikan pada level 5%, \*\*\* signifikan pada level 10%

Sumber : output *independent sampel t-test* SPSS 15.0

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa hasil  $F_{stat}$  signifikan pada  $\alpha = 10\%$  dan  $t_{stat}$  signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Probabilitas  $F_{stat} < \alpha$ , hal ini menunjukkan bahwa kedua varians berbeda secara nyata. Sedangkan, probabilitas  $t_{stat} < \alpha$ , hal ini menunjukkan bahwa secara rata-rata, terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus dividen naik dan dividen turun. Dengan demikian **hipotesis 9 diterima**.

Dari hasil dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata *future profitability* pada kasus dividen naik lebih tinggi daripada *future profitability* pada kasus dividen turun. Hasil penelitian ini senada dengan kesimpulan penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Amihud (1994) serta Lukose dan Rao (2004) serta yang menyatakan bahwa perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya memiliki

*profit* yang negatif atau cenderung lebih rendah daripada *profit* perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya.

#### 4.4.3 *Future Profitability* pada Kasus Dividen Tetap dan Dividen Turun

Selama periode 2003 – 2006, penulis menemukan 35 kasus dividen tetap dan 79 kasus dividen turun. Penulis tidak menemukan adanya *outlier* pada keseluruhan observasi yang akan diuji. Setelah menguji normalitas atas sampel yang akan digunakan, penulis melakukan melakukan pengujian statistik deskriptif *future profitability* pada perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya. Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.15.

**Tabel 4.15**  
**Statistik Deskriptif *Future Profitability***  
**Pada Kasus Dividen Tetap dan Dividen Turun**

Tahun		N	<i>Future Profitability (Ln. Future Earning Per Share)</i>					
			Mean	Median	Max	Min	Std. Dev	SE. Mean
Total	Div. Tetap	35	5,2271	5,4381	8,5188	1,3863	1,8702	0,8835
	Div. Turun	79	4,6200	4,2047	8,8482	1,7918	1,8070	0,5231

Sumber : Ms. Excel 2007

Dari tabel 4.15, dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata *future profitability* pada kasus dividen tetap lebih tinggi 0,6071 daripada nilai rata-rata *future profitability* pada kasus dividen turun. Dari tabel 4.15, dapat kita lihat bahwa *future profitability* pada kasus dividen turun tidak jauh berbeda dengan variasi pada kasus dividen tetap.

Dalam menguji apakah secara rata-rata terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus dividen tetap dan dividen turun dilakukan uji beda rerata dengan menggunakan SPSS 15.0. Hasil uji beda rerata *future profitability* pada kasus dividen tetap dan dividen turun dapat dilihat pada tabel 4.16.

**Tabel 4.16**  
**Hasil Uji Beda Rerata *Future Profitability***  
**pada Kasus Dividen Tetap dan Dividen Turun**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Diff.	Std. Error Diff.
Ln. EPS	Equal variances assumed	0,025	0,872	1,637	112	0,1044***	0,607	0,370
	Equal variances not assumed			1,615	63	0,111	0,607	0,3758

\* signifikan pada level 1%, \*\* signifikan pada level 5%, \*\*\* signifikan pada level 10%

Sumber : output *independent sampel t-test SPSS 15.0*

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa hasil  $F_{stat}$  tidak signifikan, sedangkan  $t_{stat}$  signifikan pada  $\alpha=10\%$ . Probabilita  $F_{stat} > \alpha$  menunjukkan bahwa kedua varians tidak berbeda secara nyata. Sedangkan probabilita  $t_{stat} < \alpha$  menunjukkan bahwa secara rata-rata, terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan pada kasus dividen tetap dan dividen turun. Dengan demikian, **hipotesis 10 diterima**.

Berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata *future profitability* pada perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya lebih tinggi daripada perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *dividend signalling theory* terbukti pada kasus dividen tetap dan dividen turun.

Kesimpulan ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Aharony dan Amihud (1994) serta Lukose dan Rao (2004) yang menyatakan bahwa bahwa perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya memiliki *profit* yang negatif atau cenderung lebih rendah daripada *profit* perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya. Memang tidak dapat dipungkiri bahwa keputusan untuk mengubah (naik/turun) atau tidak mengubah pembayaran dividen membutuhkan pertimbangan yang matang dan optimisme manajemen dalam memprediksi laba masa depan.