



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH PENURUNAN TARIF
PAJAK PENGHASILAN ATAS DIVIDEN YANG DITERIMA
WAJIB PAJAK ORANG PRIBADI DALAM NEGERI
BERDASARKAN UNDANG-UNDANG
NOMOR 36 TAHUN 2008
TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI INVESTOR INDIVIDU**

SKRIPSI

**NOVIANA CHRISTIANI DEWI MANGINDAAN
1006813941**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH PENURUNAN TARIF
PAJAK PENGHASILAN ATAS DIVIDEN YANG DITERIMA
WAJIB PAJAK ORANG PRIBADI DALAM NEGERI
BERDASARKAN UNDANG-UNDANG
NOMOR 36 TAHUN 2008
TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI INVESTOR INDIVIDU**

SKRIPSI

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Sarjana Ekonomi**

**NOVIANA CHRISTIANI DEWI MANGINDAAN
1006813941**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM EKSTENSI AKUNTASI
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Noviana Christiani Dewi Mangindaan
NPM : 1006813941
Tanda Tangan :



Tanggal : 12 Juli 2012

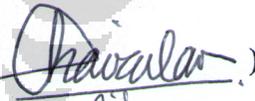
HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :
Nama : Noviana Christiani Dewi Mangindaan
NPM : 1006813941
Program Studi : Akuntansi
Judul Skripsi
- Indonesia : Pengaruh Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Atas Dividen yang Diterima Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri Berdasarkan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu
- Inggris : The Effect of Domestic Personal Dividend Tax Rate Deduction Based On Tax Law 36 To Individual Investors' Investment Decision Making

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Akuntansi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Christine Tjen S.E., Ak., M.Int.Tax ()

Penguji : Tubagus Chaerul Amachi, S.E., M.E., S.H ()

Penguji : Rahfiani Khairurizka, S.E., Ak., M.Acc. ()

Ditetapkan di : FE UI Kampus Depok
Tanggal : 12 Juli 2012

KPS Ekstensi Akuntansi

Sri Nurhayati, S.E., M.M., S.A.S.
NIP: 196003171986022001

KATA PENGANTAR

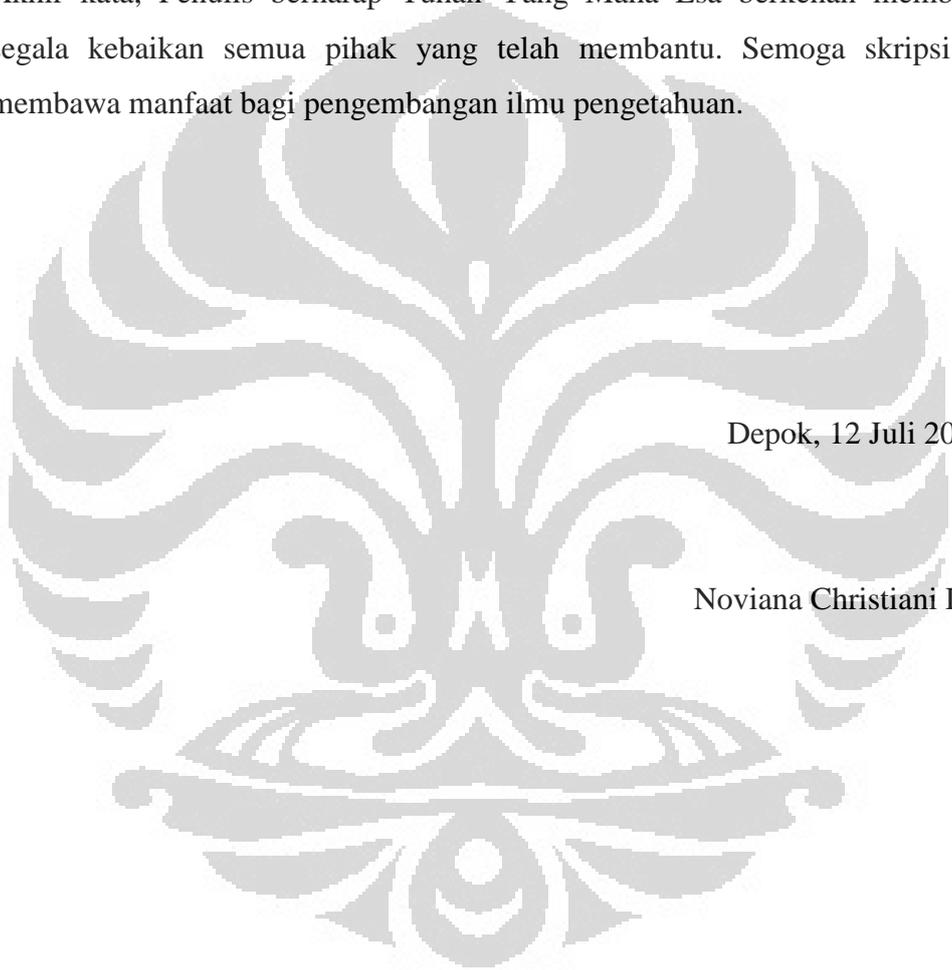
Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa karena atas berkat dan rahmatNya, saya dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Christine Tjen S.E., Ak., M.Int.Tax selaku pembimbing saya yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulis dalam penyusunan skripsi ini. Terima kasih telah sangat sabar menghadapi saya dalam kondisi *time constrained* yang amat sangat.
2. Bapak Tubagus Chairul Amachi, S.E., M.E., S.H dan Ibu Rahfiani Khairurizka, S.E., Ak., M.Acc selaku tim dosen penguji yang telah memberikan saran demi penyempurnaan skripsi ini.
3. Ibu Sri Nurhayati, SE, M.M, S.A.S. atas kebijakannya sehingga dapat membantu Penulis untuk lulus dalam waktu yang diharapkan.
4. Seluruh staf pengajar dan petugas di sekretariat Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah membantu selama masa perkuliahan.
5. Ibu Yunita Linda Sari (BAPEPAM) atas pemberian persetujuan permintaan data saya, serta Bapak Ridwan dan Bapak Bakti Anwar atas bantuan dalam proses persetujuan data tersebut.
6. Ibu Margeret M Tang selaku Direktur Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dan Bapak Syafruddin selaku Kepala Divisi Penelitian dan Pengembangan Usaha KSEI, terima kasih untuk persetujuan permintaan data saya, serta untuk Ibu Dian Kurniasarie dan Mas Adit atas bantuannya selama proses tersebut.
7. Bapak Achmad Husein (BAPEPAM) untuk keramahannya selama Penulis mengajukan permintaan data di Bloomberg.

8. Mas Eri (BAPEPAM), terima kasih tidak hanya untuk bantuan datanya, namun juga untuk bantuan seluruh informasi yang diberikan.
9. Untuk kedua orang tuaku tercinta, Freddy Susilo M. dan Erna Megawati. Terima kasih yang amat sangat atas segala dukungan, tidak hanya dalam hal moril dan materil, namun juga dalam hal-hal lainnya yang tidak dapat Penulis rinci dalam ucapan terima kasih ini (You got all my love, My Mom and Dad), serta untuk kedua saudaraku, Kakak (Cristine) dan Adikku (Putri).
10. *Special big thanks to* Pak Paksi Walandaouw yang sudah sangat saya repotkan di sela-sela waktu Bapak yang sibuk untuk konsultasi pengelolaan data.
11. Untuk Pak Padang dan Prof Agung, terima kasih untuk bantuan konsultasi seputar model penelitian dan statistik.
12. Pak Sisdjiatmo, terima kasih untuk waktu-waktu kebersamaan selama di FE UI dan untuk seluruh nasehat yang Bapak berikan.
13. Lionel Priyadi, terima kasih atas waktunya yang telah disempatkan berkali-kali untuk berdiskusi panjang lebar tentang penelitian ini.
14. Untuk Viro Novianus, bantuan petunjuk untuk menggunakan STATAnya sangat bermanfaat sekali.
15. Dear Friends, Rafli, Jalal, Rizta, Adam Fahmi, Crystin (Fakultas Teknik), Michael (Binus) yang telah memberikan bantuan dalam proses penyiapan data untuk bisa *dirun*. Untuk Rafli dan Jalal, terima kasih karena sudah bersedia membantu di kondisi kalian yang sebenarnya telah disibukkan dengan pekerjaan. Rizta, terima kasih banyak, sampai-sampai membuat kamu ikut-ikutan jatuh sakit. Buat Adam, terima kasih telah berusaha membantu pada kondisimu yang sebenarnya baru pulang perjalanan dari luar kota tanpa sempat beristirahat. Untuk Michael, terima kasih untuk kesediaannya membantu disela-sela waktu yang sibuk.
16. Untuk Rian, terima kasih atas kesediaan untuk menemani menyelesaikan urusan darurat sewaktu Penulis jatuh sakit.
17. Teman-teman seperjuangan skripsi dan yang selama Penulis belajar di FE UI, yang telah memberikan bantuan semangat dan dukungannya,

Christine, Wila, Aulia, Mangandar, Alen (FH), Yonatan (FISIP), Arin, Adit, Alvi, Dani Surya, Elizabeth (Atmajaya), Fenty, Iqbal, Leon, Nisa, Sarah, Sari Agung (FT), Vivi (FISIP), serta teman-teman yang lain yang tidak dapat Penulis sebutkan satu-persatu, namun tidak mengurangi arti penting kehadiran kalian buat Penulis.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih kurang sempurna, karena itu Penulis terbuka akan kritik dan saran yang membangun. Akhir kata, Penulis berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.



Depok, 12 Juli 2012

Noviana Christiani D. M.

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Noviana Christiani Dewi Mangindaan
NPM : 1006813941
Program Studi : Akuntansi
Departemen : Ekstensi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Skripsi

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**Pengaruh Penurunan Tarif Pajak Penghasilan
Atas Dividen yang Diterima Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri
Berdasarkan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008
Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu**

Beserta perangkat yang ada (bila diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada Tanggal : 12 Juli 2012

Yang menyatakan



(Noviana Christiani D. M.)

vii

ABSTRAK

Nama : Noviana Christiani Dewi Mangindaan
Program Studi : Akuntansi
Judul : Pengaruh Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Atas Dividen yang Diterima Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri Berdasarkan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu

Pemberlakuan tarif baru untuk pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri yang berlaku sejak Januari 2009, ditujukan untuk lebih menggairahkan investasi. Sehingga, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah kebijakan tersebut memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pembuatan keputusan investasi investor individu. Dari hasil analisa yang dilakukan, diperoleh bahwa pajak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi investor, dimana pengaruh ini berbeda-beda antar saham dengan kinerja *dividend yield* yang berbeda. Analisa juga dispesifikasikan berdasarkan *style-level* investor yang menentukan preferensi investor dalam membuat keputusan investasi.

Kata kunci : Pajak Penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri, kinerja *dividend yield*, *style-level*, keputusan investasi.

ABSTRACT

Name : Noviana Christiani Dewi Mangindaan
Study Program : Accounting
Title : The Effect of Domestic Personal Dividend Tax Rate Deduction Based On Tax Law 36 To Individual Investors' Investment Decision Making

The implementation of new dividend tax rate on January 2007 for individual domestic investors is aimed to stimulate the domestic investment. Due to these reason, the objective of this research is to explore whether the new tax rate policy really works in affecting individual investors' investment decision making. The result is the tax policy affects significantly to investors' investment decision making, which is varies among dividend yield performance of the shares. The analysis also focusing on investors' style level which is the basis in determining investors' investment preference.

Keywords : Domestic Personal Dividend Tax Rate, dividend yield performance, style-level, investment decision making.

DAFTAR ISI

| | |
|---|-----------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS | ii |
| LEMBAR PENGESAHAN | iii |
| KATA PENGANTAR | iv |
| LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH..... | vii |
| ABSTRAK..... | viii |
| DAFTAR ISI..... | ix |
| DAFTAR TABEL..... | xi |
| DAFTAR GAMBAR | xii |
| DAFTAR LAMPIRAN..... | xiii |
| 1. PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Permasalahan | 1 |
| 1.2 Rumusan Masalah | 4 |
| 1.3 Tujuan Penelitian..... | 4 |
| 1.4 Manfaat Penelitian..... | 4 |
| 1.5 Batasan Penelitian | 5 |
| 1.6 Sistematika Penulisan..... | 5 |
| 2. TINJAUAN PUSTAKA | 7 |
| 2.1 Fungsi Sektor Keuangan..... | 7 |
| 2.2 Pajak Penghasilan Atas Dividen yang Diterima Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri..... | 8 |
| 2.3 Teori Motivasi dan <i>Efficient Market Hypothesis</i> | 10 |
| 2.4 Preferensi <i>Style</i> Investor Individu | 11 |
| 2.5 Indeks Saham..... | 12 |
| 2.6 <i>Return</i> Saham | 13 |
| 2.7 Pandangan Dasar Tentang Kebijakan Dividen..... | 15 |
| 2.7.1 Pandangan I: Kebijakan Dividen Tidak Relevan | 15 |
| 2.7.2 Pandangan II: <i>High Dividends Increase Stock Value</i> | 16 |
| 2.7.3 Pandangan III: <i>Low Dividends Increase Stock value</i> | 16 |
| 2.8 Penelitian Sebelumnya | 17 |
| 3. METODOLOGI PENELITIAN | 21 |
| 3.1 Kerangka Pemikiran | 21 |
| 3.2 Hipotesa dan Model Penelitian..... | 22 |
| 3.3 Variabel Penelitian | 30 |
| 3.3.1 Variabel Dependen | 30 |
| 3.3.2 Variabel Independen..... | 31 |
| 3.3.3 Variabel Kontrol..... | 32 |
| 3.4 Data dan Sampel..... | 35 |
| 4. ANALISA DAN PEMBAHASAN | 37 |
| 4.1 Analisa Deskriptif..... | 37 |
| 4.1.1 Analisa Deskriptif <i>Style Position</i> | 37 |

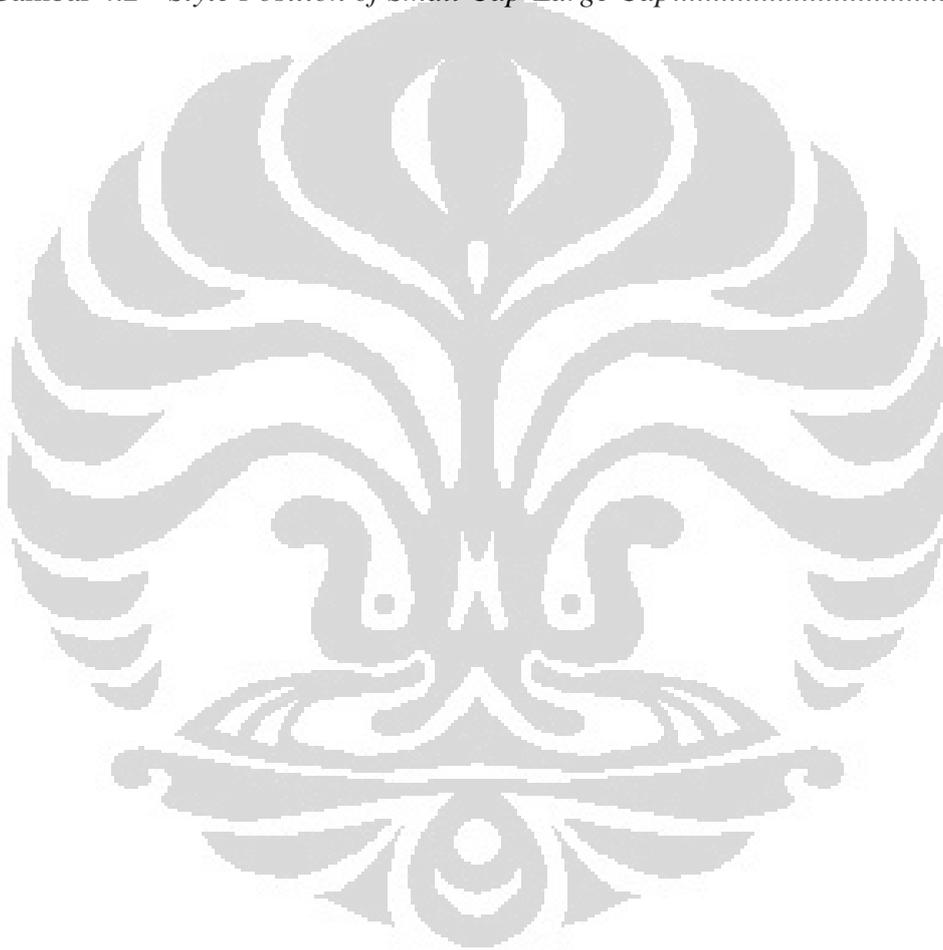
| | |
|---|----|
| 4.1.2 Analisa Deskriptif <i>Small-Large Cap</i> Berdasarkan Pengelompokan Dividen | 40 |
| 4.1.3 Analisa Deskriptif <i>Growth-Value</i> Berdasarkan Pengelompokan Dividen | 44 |
| 4.2 <i>Multivariate Analysis</i> | 46 |
| 4.2.1 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 0 | 46 |
| 4.2.2 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 1 | 53 |
| 4.2.3 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 2 | 58 |
| 4.2.4 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 3 | 61 |
| 4.2.5 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 4 | 65 |
| 5. PENUTUP | 71 |
| 5.1 Kesimpulan..... | 71 |
| 5.2 Keterbatasan Penelitian | 71 |
| 5.3 Saran | 71 |
| DAFTAR REFERENSI | 74 |
| LAMPIRAN | 94 |

DAFTAR TABEL

| | | |
|------------|--|----|
| Tabel 3.1 | Ekspektasi Hubungan Pajak Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu | 31 |
| Tabel 3.2 | Ekspektasi Hubungan <i>Style-Level</i> Investor Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu..... | 33 |
| Tabel 3.3 | Ekspektasi Hubungan Variabel <i>Size</i> dan Volatilitas Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu..... | 34 |
| Tabel 3.4 | Jumlah Data yang Digunakan Dalam Penelitian..... | 36 |
| Tabel 4.1 | <i>Univariate Analysis</i> | 41 |
| Tabel 4.2 | Output Regresi Kelompok Dividen 0..... | 47 |
| Tabel 4.3 | Analisa Regresi Kelompok Dividen 0 | 48 |
| Tabel 4.4 | Output Regresi Kelompok Dividen 1..... | 54 |
| Tabel 4.5 | Analisa Regresi Kelompok Dividen 1 | 55 |
| Tabel 4.6 | Output Regresi Kelompok Dividen 2..... | 59 |
| Tabel 4.7 | Analisa Regresi Kelompok Dividen 2 | 60 |
| Tabel 4.8 | Output Regresi Kelompok Dividen 3..... | 63 |
| Tabel 4.9 | Analisa Regresi Kelompok Dividen 3 | 64 |
| Tabel 4.10 | Output Regresi Kelompok Dividen 4..... | 67 |
| Tabel 4.11 | Analisa Regresi Kelompok Dividen 4 | 68 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|------------|--|----|
| Gambar 3.1 | Diagram Kerangka Pemikiran Penelitian..... | 22 |
| Gambar 3.2 | Matriks Penggolongan Dividen..... | 24 |
| Gambar 3.2 | Proses Seleksi Sampel | 36 |
| Gambar 4.1 | <i>Style Position of Growth-Value Stocks</i> | 38 |
| Gambar 4.2 | <i>Style Position of Small Cap-Large Cap</i> | 39 |



DAFTAR LAMPIRAN

| | | |
|-------------|---|----|
| Lampiran 1 | Hasil Output Regresi <i>Group 0</i> Model I (<i>All Period</i>)..... | 76 |
| Lampiran 2 | Hasil Output Regresi <i>Group 0</i> Model II (<i>All Period</i>)..... | 77 |
| Lampiran 3 | Hasil Output Regresi <i>Group 0</i> Model III (<i>All Period</i>) | 78 |
| Lampiran 4 | Hasil Output Regresi <i>Group 0</i> Model III (<i>Pre Tax Period</i>) | 79 |
| Lampiran 5 | Hasil Output Regresi <i>Group 0</i> Model III (<i>Post Tax Period</i>)..... | 80 |
| Lampiran 6 | Hasil Output Regresi <i>Group 1</i> Model I (<i>All Period</i>)..... | 81 |
| Lampiran 7 | Hasil Output Regresi <i>Group 1</i> Model II (<i>All Period</i>)..... | 82 |
| Lampiran 8 | Hasil Output Regresi <i>Group 1</i> Model III (<i>All Period</i>) | 83 |
| Lampiran 9 | Hasil Output Regresi <i>Group 1</i> Model III (<i>Pre Tax Period</i>) | 84 |
| Lampiran 10 | Hasil Output Regresi <i>Group 1</i> Model III (<i>Post Tax Period</i>)..... | 85 |
| Lampiran 11 | Hasil Output Regresi <i>Group 2</i> Model I (<i>All Period</i>)..... | 86 |
| Lampiran 12 | Hasil Output Regresi <i>Group 2</i> Model II (<i>All Period</i>)..... | 87 |
| Lampiran 13 | Hasil Output Regresi <i>Group 2</i> Model III (<i>All Period</i>) | 88 |
| Lampiran 14 | Hasil Output Regresi <i>Group 2</i> Model III (<i>Pre Tax Period</i>) | 89 |
| Lampiran 15 | Hasil Output Regresi <i>Group 2</i> Model III (<i>Post Tax Period</i>)..... | 90 |
| Lampiran 16 | Hasil Output Regresi <i>Group 3</i> Model I (<i>All Period</i>)..... | 91 |
| Lampiran 17 | Hasil Output Regresi <i>Group 3</i> Model II (<i>All Period</i>)..... | 92 |
| Lampiran 18 | Hasil Output Regresi <i>Group 3</i> Model III (<i>All Period</i>) | 93 |
| Lampiran 19 | Hasil Output Regresi <i>Group 3</i> Model III (<i>Pre Tax Period</i>) | 94 |
| Lampiran 20 | Hasil Output Regresi <i>Group 3</i> Model III (<i>Post Tax Period</i>)..... | 95 |
| Lampiran 21 | Hasil Output Regresi <i>Group 4</i> Model I (<i>All Period</i>)..... | 96 |
| Lampiran 22 | Hasil Output Regresi <i>Group 4</i> Model II (<i>All Period</i>)..... | 97 |
| Lampiran 23 | Hasil Output Regresi <i>Group 4</i> Model III (<i>All Period</i>) | 98 |

| | |
|---|-----|
| Lampiran 24 Hasil Output Regresi <i>Group 4 Model III (Pre Tax Period)</i> | 99 |
| Lampiran 25 Hasil Output Regresi <i>Group 4 Model III (Post Tax Period)</i> | 100 |
| Lampiran 25 Tabel Output Regresi..... | 101 |



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tahun 2009 adalah tahun pertama diberlakukannya Undang-undang pajak penghasilan UU Nomor 36 Tahun 2008, sebagai perubahan atas UU Nomor 7 Tahun 1983. Dalam undang-undang pajak penghasilan yang baru tersebut, Pemerintah banyak mengubah kebijakan perpajakan guna lebih memudahkan wajib pajak dalam melakukan administrasi perpajakan serta lebih meringankan dalam beban pembayaran pajaknya.

Sebelum reformasi, tarif pajak yang berlaku di Indonesia adalah salah satu dari beberapa negara di dunia yang dipandang memiliki pengenaan tarif yang sangat tinggi. Riset yang dilakukan oleh *Business Roundtable* dan *Princewaterhouse Coopers (UP) PwC* dalam penelitian yang dilakukan oleh Nugroho (2011) menemukan fakta bahwa rasio pajak efektif Indonesia adalah sebesar 28,1%. Angka ini adalah yang terbesar keempat di dunia setelah Jepang, Maroko, dan Italia.

Di lain pihak, tahun 2008 adalah tahun dimana krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat menjalar menjadi krisis finansial di seluruh dunia. Perekonomian negara-negara maju, bahkan negara-negara anggota G-8 yang biasanya menjadi tolok ukur dalam pertumbuhan ekonomi dunia justru mengalami perlambatan (*World Economic Forum, 2009*). Di sisi sebaliknya, perekonomian negara-negara berkembang di *emerging countries* justru menunjukkan pertumbuhan yang lebih baik dan lebih tahan terhadap tempaan krisis yang terjadi. Para pembuat kebijakan di Indonesia berusaha menerapkan kebijakan ekonomi yang penuh kehati-hatian untuk meredam dampak dari krisis tersebut ke dalam negeri, namun dengan tetap berusaha mempertahankan pertumbuhannya. Tahun tersebut juga menjadi tahun dimana Pemerintah menyusun dan mengesahkan perubahan undang-undang perpajakan, yang kemudian segera diberlakukan pada 1 Januari 2009.

Nilai investasi asing di Indonesia menurun tajam akibat para investor asing yang mendadak menarik dananya membuat Indonesia harus lebih

menggantungkan kebutuhan permodalannya pada investor domestik. Selain itu, kondisi pasar dunia yang sedang lesu cukup memberikan tekanan bagi kegiatan ekspor. Lagi-lagi hal ini menyebabkan penurunan signifikan pada jumlah negara yang bisa dijadikan tujuan ekspor. Beruntungnya, Indonesia merupakan salah satu negara dengan pasar dalam negeri yang cukup besar. Menteri Keuangan, Agus Martowadoyo juga menekankan bahwa Indonesia harus bisa mencapai target pertumbuhan yang ditargetkan guna menekan dampak dari krisis finansial luar negeri.

Dengan fungsi pajak sebagai *regulerend*, perubahan undang-undang perpajakan, salah satunya juga ditujukan untuk memberikan dorongan pada kegiatan investasi. Salah satu sasaran keterlibatan investasi yang ingin ditingkatkan pemerintah dalam perubahan tersebut adalah investor yang ada di dalam negeri sendiri. Sehingga, tingkat ketergantungan Indonesia pada investasi asing menjadi berkurang (tanpa juga memberatkan investor asing). Dari perkiraan jumlah penduduk Indonesia yang seharusnya mampu menyisihkan dananya untuk berinvestasi, hanya sekitar 5%-nya yang mengenal pasar modal, dan hanya sekitar 2,5% dari total investor potensial tersebut yang membuka rekening di sekuritas (Investor Daily, 2011).

Secara spesifik, salah satu tarif pajak dalam UU PPh Nomor 36 Tahun 2008 yang diatur penurunannya oleh pemerintah adalah pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri, semula sebesar 15% turun menjadi 10%. Bila penurunan ini cukup efektif terhadap 2,5% investor domestik tersebut, maka bisa dimungkinkan untuk menarik sisa 97,5% investor domestik potensial lainnya. Selanjutnya, dalam Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009 dengan tegas menyatakan bahwa pengaturan penurunan tarif pajak ini bertujuan untuk mendorong pertumbuhan serta menggairahkan investasi dalam negeri, antara lain dalam bentuk penyertaan modal langsung pada perseroan terbatas.

Selain itu, *gain* dividen adalah *gain* yang lebih identik diperoleh oleh jenis investor jangka panjang pada perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen. Dimana, investor jangka panjang ini cenderung lebih tidak peduli pada volatilitas harga yang lebih banyak dipengaruhi oleh sentimen pasar (Lo dalam Investor

Daily, 2011). Dengan karakteristik seperti ini, secara teori, investor jenis inilah yang mampu membuat pasar saham relatif lebih stabil dan tidak mudah terpengaruh oleh gejolak/sentimen pasar. Dengan landasan berinvestasi yang lebih mengandalkan *fundamental* perusahaan, seharusnya penurunan tarif pajak atas dividen ini akan lebih menstimulus investor untuk mendapatkan *take home pay dividend* yang lebih besar, bertahan pada kegiatan investasinya di pasar modal, atau bahkan menambah nilai investasinya. Dengan kata lain, bila penurunan tarif pajak ini memang memberikan pengaruh yang signifikan, maka akan terdapat perubahan/pergeseran preferensi investor diantara saham yang memiliki kinerja *dividend yield* dan yang tidak. Jadi hal ini juga bisa menjadi pertimbangan bagi perusahaan dalam membuat keputusan pembagian dividen, yang berarti manajemen perusahaan juga harus berusaha lebih keras dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

Pada akhirnya, bila aturan ini memberi dampak yang efektif seperti harapan semula, maka krisis finansial dunia yang sedang terulang saat ini bisa diatasi dengan dampak (terhadap investasi) yang lebih minim dibandingkan sebelumnya. Seperti hasil penelitian yang dilakukan oleh Fulvian (2010), investasi merupakan faktor utama untuk memacu pertumbuhan terutama pada negara berkembang, dan performa yang bagus yang dialami oleh negara-negara *emerging market* di Asia, salah satunya Indonesia, adalah lebih dikarenakan tidak tergantungnya perusahaan-perusahaan di negara *emerging market* Asia terhadap sumber keuangan eksternal.

Dari berbagai penelitian yang pernah dilakukan di luar negeri, setiap terjadi reformasi perpajakan, akan membawa dampak pada kegiatan investasi di negara bersangkutan. Pertanyaannya, seberapa besar akibat yang disebabkan oleh reformasi tersebut. Wirastuti (2006) dalam penelitiannya terkait kebijakan perpajakan pemerintah Indonesia dalam pengaruhnya terhadap *foreign direct investment* (FDI), membuktikan bahwa FDI Indonesia memang secara signifikan dipengaruhi oleh *statutory tax rate* dan *effective tax rate* dari negara investor dan Indonesia. Lang dan Shackelford (2000) yang meneliti tentang perubahan tarif pajak *capital gain* terhadap perubahan harga saham dari *Taxpayer Relief Act 1997* (TRA 97) di Amerika Serikat, Seida dan Wempe (2000) yang meneliti perubahan

tarif pajak atas *capital gain* terhadap keputusan perdagangan investor perorangan dari *Tax Reform Act's* 1986 (TRA 86), serta Hamaaki (2008) yang mengukur respon investasi akibat dari reformasi perpajakan yang terjadi di Jepang, seluruh hasil penelitian tersebut menemukan bahwa reformasi perpajakan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kegiatan investasi.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 berpengaruh signifikan terhadap pembuatan keputusan investasi investor individu?
2. Bagaimana perubahan/pergeseran preferensi investor individu akibat penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008, dilihat dari klasifikasi sifat dan kinerja *dividend yield* pada seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui apakah ada pengaruh signifikan dari penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri terhadap pembuatan keputusan investasi investor individu.
2. Untuk mengetahui perubahan/pergeseran preferensi investor individu akibat penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008, dilihat dari klasifikasi sifat dan kinerja *dividend yield* pada seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Pemerintah, mengetahui seberapa besar dampak atau efektivitas dari perubahan tarif pajak penghasilan atas dividen yang dibagikan kepada wajib pajak orang pribadi dalam negeri terhadap keputusan investasi investor individu.

2. Perusahaan, untuk mengetahui seberapa besar pengaruh keputusan pembagian dividen (dan yang tidak membagikan) yang dibuat terhadap perubahan preferensi investasi investor setelah terdapat perubahan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri.
3. Akademisi, untuk memberikan bukti empiris mengenai keputusan investasi investor individu yang dipengaruhi oleh penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri.

1.5 Batasan Penelitian

Penelitian ini hanya meneliti pengaruh penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 sebagai perubahan keempat atas Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983. Penelitian ini juga hanya meneliti keputusan investasi investor individu dari investasinya di seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007 – 2011, jadi tidak termasuk investor yang berinvestasi pada saham-saham perusahaan tertutup.

1.6 Sistematika Penulisan

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini berisi latar belakang permasalahan, rumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan. Secara umum, bab ini bertujuan untuk memberikan gambaran secara garis besar dari keseluruhan penelitian ini.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini menguraikan seluruh teori yang menjadi landasan dalam pelaksanaan dan penyusunan laporan penelitian ini.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Dalam bab ini, menjelaskan tahap-tahap dilakukannya penelitian, yang meliputi penjelasan data-data yang digunakan, sampel, cara perhitungan variabel-variabel, serta pengembangan hipotesa dan model yang digunakan. Sehingga dapat tergambar secara jelas kerangka kerja dan tahapan dari penelitian ini.

Bab 4 Analisa dan Pembahasan

Bab ini memuat hasil penelitian yang dilengkapi pula dengan analisa untuk menjawab tujuan dilakukannya penelitian ini.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan penutup dari laporan penelitian ini. Dalam bab kesimpulan saran ini, memuat ringkasan dari seluruh hasil analisa penelitian, yang disertai juga dengan saran-saran terkait hasil penelitian dan untuk penelitian selanjutnya, serta memuat keterbatasan dari penelitian ini.



Bab 2

LANDASAN TEORI

2.1 Fungsi Sektor Keuangan

Pertumbuhan ekonomi suatu negara ditentukan oleh sektor riil yakni pertumbuhan perusahaan sebagai penggerak perekonomian negara. Bagian dari determinan penting pertumbuhan perusahaan adalah faktor modal. Salah satu model yang menjelaskan determinan populer ini adalah Model Pertumbuhan Sollow. Metode teori ekonomi neo klasik dalam pandangannya terhadap pola pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, menekankan bahwa akumulasi modal tingkat tabungan sebagai determinan pertumbuhan ekonomi.

Dari sisi perusahaan, modal diperoleh dari sumber internal dan eksternal. Sumber internal adalah berasal dari keuntungan perusahaan sendiri yang diakumulasikan dan digunakan untuk kebutuhan perusahaan sendiri, baik operasional, ekspansi, maupun tujuan berjaga-jaga. Sumber eksternal diperoleh melalui jalur pembiayaan melalui kreditur serta investor, baik investor terbatas maupun investor publik. Untuk mencapai pertumbuhan perusahaan yang lebih cepat, perusahaan biasanya akan lebih memilih untuk mendapatkan pendanaan dari sumber eksternal. Dimana, jalur pembiayaan melalui kreditur serta investor publik ini perlu melibatkan sebuah sektor yang bernama sektor keuangan.

Dalam perannya menyokong pertumbuhan ekonomi, peran sektor keuangan menjadi sebuah perdebatan hangat di kalangan para ahli sejak lama. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Fulvian (2010), Robert Lucas (1998) menyatakan bahwa sektor keuangan merupakan sebuah sektor yang terlalu diutamakan sebagai salah satu penentu dari pertumbuhan ekonomi. Joan Robinson (1952) memprediksikan bahwa pertumbuhan perusahaan nantinya juga akan diikuti pula dengan pertumbuhan sektor keuangan. Dalam pandangan ini, sektor keuangan tidak dipandang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, namun hanya menyesuaikan dengan perkembangan yang terjadi di sektor riil.

Di sisi lain, ekonom lain berpendapat bahwa kemajuan sektor keuangan akan memberikan pengaruh yang positif terhadap pertumbuhan ekonomi dengan

mempermudah akses modal kepada perusahaan baik itu untuk pemupukan *capital* baru (belanja modal) maupun untuk memenuhi kebutuhan modal kerja.

Secara umum, perkembangan sektor keuangan akan memberikan beberapa manfaat sebagai berikut (Merton, 1992 dalam Fulvian, 2010):

- a. Memberikan informasi yang lebih baik kepada para pelaku ekonomi tentang kesempatan-kesempatan investasi baru dan mengefisienkan pengalokasian modal.
- b. Memonitor kegiatan investasi yang ada dan memungkinkan *corporate governance* tercapai lebih baik.
- c. Memudahkan perdagangan, diversifikasi, dan manajemen risiko sehingga pertumbuhan yang lebih tinggi lebih mudah untuk dicapai.
- d. Mengumpulkan tabungan dan aset-aset yang tidak terpakai (*idle*) dalam masyarakat dan mengalokasikannya kepada sektor-sektor yang membutuhkan modal.
- e. Mempermudah sirkulasi barang dan jasa.

Untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal dari investor, biasanya perusahaan akan mendaftarkan dirinya pada bursa efek. Investor sendiri dibedakan atas investor individu, yakni investor yang sumber dana investasinya berasal dari dana pribadinya sendiri, dan investor korporat, yakni perusahaan yang memiliki kelebihan dana atau memiliki pengalokasian dana tersendiri, yang ingin mendapatkan pendapatan lebih dari sumber lain selain kegiatan operasional utamanya sendiri. Selain itu, investor juga dibedakan atas investor dalam negeri dan investor luar negeri atau asing.

Dari sisi investor, investor akan berusaha untuk memaksimalkan *return* yang bisa diperolehnya. Bagaimana caranya, tergantung tipe *style* dari si investor. Jadi, *style-level* inilah, yang menentukan tipe seorang investor, yang pada akhirnya sebagai penentu utama pembuatan keputusan portfolio investasinya (Kumar, 2009). Penjelasan lebih detail terdapat pada subbab selanjutnya.

2.2 Pajak Penghasilan Atas Dividen Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri

Pajak, sebagaimana yang disebutkan dalam Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2007 mengenai Ketentuan Umum dan Tata Cara Perpajakan (UU KUP)

pada pasal 1 ayat 1, adalah kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan undang-undang dengan tidak mendapat imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat.

UU KUP pasal 1 ayat 2 lebih lanjut menyebutkan bahwa yang dimaksud dengan wajib pajak adalah orang pribadi atau badan, meliputi pembayar pajak, pemotong pajak, dan pemungut pajak yang mempunyai hak dan kewajiban perpajakan sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan perpajakan. Perubahan dari seorang subjek pajak menjadi seorang wajib pajak adalah jika subjek pajak tersebut telah menerima atau memperoleh penghasilan yang besarnya melebihi penghasilan tidak kena pajak (UU 36/2008 penjelasan pasal 2 ayat 2). Sementara yang dimaksud sebagai subjek pajak dalam negeri orang pribadi yang bertempat tinggal di Indonesia dalam pasal 2 ayat 3a dijelaskan sebagai orang pribadi yang berada di Indonesia lebih dari 183 hari (seratus delapan puluh tiga) hari dalam jangka waktu 12 (dua belas) bulan, atau orang pribadi yang dalam suatu tahun pajak berada di Indonesia dan mempunyai niat untuk bertempat tinggal di Indonesia.

Undang-Undang Pajak Penghasilan Nomor 36 Tahun 2008 yang menggantikan Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2000 dalam pasal 17 ayat 2c menyebutkan bahwa tarif pajak yang dikenakan atas penghasilan berupa dividen yang dibagikan kepada wajib pajak orang pribadi dalam negeri adalah paling tinggi sebesar 10% (sepuluh persen) dan bersifat final. Sementara yang dimaksud dengan final disini adalah tidak digabungkan dengan penghasilan lain (non final) dalam penghitungan pajak penghasilan pada SPT Tahunan, jumlah PPh final yang telah dipotong pihak lain ataupun dibayar sendiri tidak dapat dikreditkan, serta biaya-biaya yang digunakan untuk menghasilkan, menagih, dan memelihara penghasilan yang pengenaan PPh-nya bersifat final tidak dapat dikurangkan. Ketentuan lebih lanjut mengenai besarnya tarif sebagaimana yang dimaksud pada ayat 2c diatur dengan Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009 dan pemberlakuan tarif ini berlaku sejak 1 Januari 2009.

Pengaturan pajak penghasilan atas dividen yang diterima atau diperoleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri secara khusus ini bertujuan untuk

mendorong pertumbuhan serta menggairahkan investasi dalam negeri antara lain dalam bentuk penyertaan modal langsung pada perseroan terbatas (Penjelasan PP 19/2009). Jadi, penurunan tarif pajak ini bertujuan untuk memberikan stimulus dalam peningkatan nilai investasi oleh investor pribadi dalam negeri.

2.3 Teori Motivasi dan *Efficient Market Hypothesis*

Berdasarkan sudut pandang pasar yang efisien, pergerakan harga saham pada suatu titik harga tertentu merupakan pencerminan valuasi fundamentalnya secara akurat. Selain itu, pergerakan dalam harga saham merupakan hasil revisi dari nilai fundamental yang dipengaruhi oleh keluarnya informasi baru atau perubahan dari *discount rate*. Oleh karena itu, dalam *efficient market hypothesis*, *market* dibagi dalam tiga bagian (Jones, 2010).

Pertama, bentuk *Weak Form Efficiency*. Kondisi ini terjadi jika informasi yang digunakan dalam mendapatkan nilai sekuritas adalah melalui data di pasar, dimana data pasar ini hanya merefleksikan semua informasi harga di masa lalu (termasuk data volume transaksi). Dengan kondisi ini, data historis tersebut seharusnya sudah merefleksikan harga saat ini, sehingga sebenarnya tidak lagi memiliki nilai untuk memprediksi perubahan harga di masa depan.

Kedua, *Semistrong Form Efficiency*. Pada kondisi ini, efisiensi pasar tidak hanya melibatkan semua data pasar yang tersedia dan dipublikasikan, tapi semua macam data yang tersedia bagi (dan diketahui) publik, seperti laba, dividen, pengumuman *stock split*, pengembangan produk baru, masalah keuangan yang sedang dihadapi, dan perubahan penerapan akuntansi.

Ketiga, *Strong Form Efficiency*. Bentuk yang paling ketat dari efisiensi pasar adalah *strong form* karena harga saham telah sepenuhnya mengandung semua informasi, baik yang tersedia dan diketahui publik maupun yang tidak sama sekali. Jadi, dalam bentuk ini telah melibatkan informasi-informasi *intern* rahasia, yang hanya terbatas untuk kelompok-kelompok tertentu, seperti *intern* perusahaan. Bentuk ketiga inilah yang dianggap bisa memberikan pencerminan valuasi fundamental suatu saham secara akurat. Pada lingkungan ini, andapun ada dorongan kuat hingga mengakibatkan *misspricing*, hal ini akan cepat terkoreksi oleh *arbitrageur* yang rasional. Dengan demikian, berdasarkan teori hipotesis ini,

shock permintaan tidak dapat mempengaruhi harga saham, dan saham memiliki bentuk kurva permintaan yang datar.

Pandangan yang lain terkait pergerakan harga saham digambarkan oleh Shiller (1988) dan Shleifer (2000) dalam Kumar (2009). Secara garis besar, ada dua jenis investor: i) investor yang kurang canggih atau investor biasa, yakni investor yang waktunya dihabiskan untuk melakukan investasi pada aset-aset yang berisiko tinggi, dan tidak berdasarkan proyeksi yang optimal dari *return* yang ingin dicapai; ii) investor yang relatif lebih canggih dan lebih pandai, jenis investor ini akan merespon pada proyeksi optimal dari *return* yang diharapkan.

Investor yang kurang canggih atau investor biasa tersebut umumnya merupakan investor individu atau *noise trader*, sedangkan investor tipe kedua, pada umumnya adalah investor institusional atau *arbitrageurs*. Pandangan dalam teori tersebut juga menyebutkan bahwa dikarenakan investor tipe kedua memiliki keterbatasan seperti modal yang terbatas, pengetahuan dan pengalaman investasi yang terbatas, kekurangmampuan untuk memprediksi secara akurat pergeseran preferensi dari investor tipe pertama. Akibatnya, saham memiliki bentuk kurva permintaan yang menurun.

2.4 Preferensi Style Investor Individu

Dalam pembuatan keputusan berinvestasi, investor cenderung menggunakan kategori saham, atau biasa disebut sebagai *style* (Kumar, 2009). Pengkategorian ini bertujuan untuk memudahkan investor dalam mengalokasikan asetnya, termasuk membuat keputusan diversifikasi. Kebiasaan (*behaviour*) ini berakar dari keinginan investor untuk menggunakan kategori dalam pengembangan representasi *compact* (atau permodelan mental) dari lingkungan kompleks di sekitar mereka, yang bertujuan untuk proses pembuatan keputusan. Dari studi dan penelitian yang dilakukan oleh Brown and Goetzmann (1997), Fung and Hsieh (1997), and Chan, Chen, and Lakonishok (2002) dalam penelitian yang dilakukan oleh Kumar (2009), besarnya permintaan terhadap pengkategorian dalam pasar keuangan merupakan bukti dari sejumlah besar mutual *fund* yang mengikuti gaya atau "*style*" berinvestasi, diantaranya seperti *growth*, *value*, *growth* dan *income*, yang memenuhi kebutuhan dari baik investor individu maupun investor institusional.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Shiller (1988) dan Malkiel (1996) dalam Kumar (2009), membuktikan bahwa investor seringkali tumbuh antusiasme terhadap suatu kategori saham tertentu atau *style* tertentu. Investasi berbasis *style* adalah sumber potensial lain untuk pergeseran ekstrim dari suatu *style* portfolio tertentu ke *style* portfolio yang lain, dimana investor mengalokasikan dana mereka pada suatu *style-level* dibandingkan pada suatu *level* aset individu. Investor dengan *style*, pertama-tama akan menentukan pengalokasian portfolio mereka dalam kelas-kelas aset yang berbeda, dan kemudian diantara kelas aset tersebut, mereka akan mengalokasikan ulang dana mereka menurut portfolio *style* ekstrim investor, yakni berdasarkan kinerja relatif dari dua *style*.

Preferensi secara sistematis ini juga dapat berpindah karena alasan terjadinya perubahan dalam fundamental saham. Namun, mekanisme apapun yang mendorong preferensi seorang investor ke preferensi *style* level yang lain, bila pergeseran preferensi tersebut terkoordinasi dan sistematis, mereka bisa menghasilkan tekanan harga yang terjadi bukan karena dorongan arbitrase. Dengan demikian, pergeseran preferensi *style* level investor dapat memberikan penjelasan pada perubahan *return* saham.

Secara garis besar *style* yang mendeskripsikan *behaviour* seorang investor adalah terdiri dari satu atau lebih kategori (*style pair*). Ada bermacam-macam *style pair* ini, seperti kapitalisasi pasar, *book to market* saham, beta saham, dan lain-lain, namun dua yang paling populer adalah i) *small capitalization* (*small-cap*) dan *large capitalization* (*large-cap*) dan ii) *growth* dan *value*. Dalam penelitian ini akan digunakan *style pair* ini.

Saham-saham yang memiliki penguasaan pangsa terbesar dianggap memiliki nilai yang lebih, sehingga akan dikategorikan sebagai saham dengan *large size* dan memiliki *value*, dan sebaliknya. Namun investor tetap memiliki preferensi tersendiri dalam menentukan keputusan portfolionya karena tiap saham memiliki kategori yang berbeda satu sama lain, dan investor memiliki pandangan (*style-level*) tersendiri untuk memaksimalkan *return*nya.

2.5 Indeks Saham

Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham. Dua indeks saham yang paling populer dikalangan investor maupun

akademisi adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks LQ45. IHSG merupakan indeks dengan menggunakan semua perusahaan tercatat sebagai komponen perhitungan indeks (Bursa Efek Indonesia, 2012). Indeks ini juga yang biasa dipakai untuk mengetahui kinerja pasar saham secara keseluruhan dan sebagai perbandingan kinerja suatu saham, apakah suatu saham memiliki kinerja di atas atau dibawah kinerja pasar rata-rata. Dengan kata lain, untuk mengetahui suatu saham termasuk sebagai saham *lagging* atau *leading* biasanya juga digunakan indikator ini.

Indeks LQ45 merupakan kumpulan 45 saham perusahaan yang paling aktif diperdagangkan di pasar bursa. Metodologi yang digunakan dalam penentuan indeks ini adalah sebagai berikut:

- 1) Menyeleksi top 60 saham biasa dengan nilai transaksi rata-rata terbesar di pasar regular pada 12 bulan terakhir.
- 2) Dari ke-60 saham tersebut, 45 saham dipilih dengan mem-*weighted* berdasarkan nilai transaksi, kapitalisasi pasar, jumlah hari perdagangan, dan frekuensi transaksi di pasar regular pada 12 bulan terakhir.
- 3) Saham-saham tersebut harus dimasukkan dalam perhitungan IHSG.
- 4) Saham-saham tersebut harus terdaftar di bursa efek minimum selama 3 bulan.
- 5) Saham-saham tersebut harus memiliki kondisi keuangan yang baik, prospek pertumbuhan, frekuensi perdagangan yang tinggi, dan adanya transaksi di pasar regular.

Saham-saham yang sudah terdaftar dalam LQ45 tersebut akan selalu dievaluasi per enam bulan. Karena alasan inilah mengapa investor sangat perhatian dan tertarik pada saham-saham yang terdaftar di LQ45. Dua jenis indeks ini—IHSG dan LQ45—yang akan digunakan dalam pengklasifikasian *style* investor individu (*growth* dan *value*).

2.6 Return Saham

Jones (2010) mengungkapkan *return* sebagai pengukuran persentase yang membandingkan semua arus kas dari sebuah sekuritas dengan harga belinya, yang digambarkan oleh persamaan berikut:

$$\text{Stock Total Return} = \frac{P_E - P_B + D_t}{P_B} \quad (2.1)$$

Keterangan:

P_E = ending price

P_B = beginning price

D_t = dividend during the period

Dari persamaan tersebut, terdapat 2 jenis *return* yang bisa didapatkan oleh investor, *capital gain* dan *dividend*.

a. *Capital gain*

Capital gain ini merupakan selisih dari harga jual dan beli. Jadi untuk menghitung tingkat *return* dari *capital gain* yang diperoleh adalah dengan membandingkan selisih harga jual dan harga beli tersebut dengan harga beli saham.

$$\text{Stock Return} = \frac{P_E - P_B}{P_B} \quad (2.2)$$

b. *Dividen*

Dividen menurut pendapat beberapa ahli didefinisikan sebagai berikut:

- 1) Dividen adalah pembayaran perusahaan kepada pemegang sahamnya (Bernstein, 1995).
- 2) Dividen merupakan pembagian pendapatan yang bersifat periodik kepada pemegang saham suatu perusahaan (Gitman, 2000).
- 3) Dividen adalah pembayaran pendapatan perusahaan kepada pemegang saham secara periodik (Mishkin, 1999).
- 4) Dividen merupakan pendistribusian laba oleh perusahaan kepada seluruh pemegang saham secara proporsional (Kieso, 1999).
- 5) Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, dimana dividen ini baru diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS (BEI, 2012).

Sehingga secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa dividen merupakan pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham yang dilakukan secara proporsional dan periodik.

$$\text{Dividend yield} = \frac{D_t}{P_B} \quad (2.3)$$

Penelitian ini meneliti pengaruh dari penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen, sehingga juga akan dilihat dari sisi kebijakan dividen perusahaan. Dalam kenyataan, tidak semua perusahaan membagikan keuntungannya pada pemegang sahamnya terlebih secara rutin. Ada perusahaan yang membagikan dividen dan ada yang (nyaris) tidak sama sekali. Oleh karena itu, *style* investor juga akan dianalisa dari sisi jenis saham, tidak membagikan dividen (*non dividend yield performance*) dan saham-saham yang membagikan dividen (*dividend yield performance*). Dengan kata lain, penelitian ini juga akan menguji teori dari kebijakan dividen terkait dengan penurunan PPh atas dividen.

2.7 Pandangan Dasar Tentang Kebijakan Dividen

Ada 3 pandangan dasar tentang kebijakan dividen (Keown, Martin, dan Scott Jr., 2003).

2.7.1 Pandangan I: Kebijakan Dividen Tidak Relevan

Posisi dividen yang tidak relevan adalah penting jika terdapat dua asumsi:

- Keputusan investasi dan peminjaman sudah dibuat dan keputusan ini tidak terpengaruh dengan jumlah pembayaran dividen.
- Pasar modal adalah pasar modal yang sempurna, dalam arti (1) investor dapat menjual dan membeli saham tanpa menyebabkan adanya biaya transaksi seperti komisi broker; (2) perusahaan dapat menerbitkan saham tanpa mengeluarkan biaya; (3) tidak ada pajak perusahaan maupun personal; (4) informasi lengkap tentang perusahaan tersedia; (5) tidak ada pertentangan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham; (6) tidak ada biaya *financial distress* dan biaya kebangkrutan.

Dengan kedua asumsi tersebut, dapat dikatakan tidak ada hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham. Suatu kebijakan dividen sama baiknya dengan kebijakan yang lain. Secara keseluruhan, investor hanya peduli pada total *return* dari keputusan investasi. Tidak ada bedanya, apakah *return* yang didapat dari *capital gain* atau dividen.

Untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, perusahaan mempunyai pilihan antara menerbitkan saham, yang berarti keuntungan yang ada dibagikan dalam bentuk dividen atau menggunakan keuntungan internal untuk

membiayai pertumbuhan dengan membayar dividen yang lebih sedikit, tetapi tidak menerbitkan saham sama sekali. Dalam kasus pertama, pemegang saham menerima pendapatan dividen. Dan dalam kasus kedua, nilai dari saham yang investor pegang meningkat sehingga dapat menciptakan *capital gain*.

Kebijakan pembayaran dividen perusahaan dapat mempengaruhi harga saham apabila pemegang saham tidak mempunyai cara lain untuk menerima pendapatan dari investasinya. Dengan mengansumsikan pasar modal secara relatif adalah efisien, pemegang saham yang memerlukan pendapatan mendesak dapat selalu menjual sahamnya. Jika perusahaan membayar dividen, investor dapat mengurangi dividen yang diterimanya, dengan menggunakan dividen tersebut untuk membeli saham. Investor tersebut dapat secara personal membuat arus penerimaan dividen sesuai keinginannya, tidak terpengaruh dengan kebijakan dividen.

2.7.2 Pandangan II: *High Dividends Increase Stock Value*

Dividen lebih dapat diprediksi daripada *capital gain*, manajemen dapat mengatur dividen tetapi tidak dapat mengatur harga saham. Investor mengalami ketidakpastian yang lebih dalam menerima pendapatan dari *capital gain* daripada dividen. Dengan kata lain, setiap satu rupiah dari dividen yang diharapkan akan dihargai lebih daripada setiap rupiah dalam *capital gain*. Pandangan yang menyatakan bahwa dividen lebih pasti daripada *capital gain* disebut "*bird-in-the-hand*" *dividend theory*.

2.7.3 Pandangan III: *Low Dividends Increase Stock Value*

Pandangan ketiga ini justru mengungkapkan bahwa dividen sebenarnya menyakiti investor. Hal ini berdasarkan perbedaan dalam pengenaan pajak untuk pendapatan *dividend* dan *capital gain* yang biasanya sering berubah. Karena investor akan dikenakan pajak atas pendapatan yang diterimanya, sehingga mereka akan berusaha memaksimalkan pendapatan *after tax*-nya, relatif terhadap asumsi risikonya. Karena alasan ini, dua buah saham bisa menghasilkan *after tax return* yang dapat diperbandingkan. Akibatnya, kebijakan perusahaan yang tingkat *dividend yield*nya rendah dalam membagikan dividen justru akan menunjukkan kinerja harga saham yang lebih tinggi.

2.8 Penelitian Sebelumnya

Seida dan Wempe (2000) meneliti mengenai efek perubahan tarif pajak *capital gain* pada *Tax Reform Act's* 1986 (TRA 86) di Amerika Serikat terhadap keputusan *trading* investor individu. TRA 86 menurunkan tarif pajak normal untuk individu dari semula 50% menjadi 28%, serta meningkatkan tarif pajak maksimum pada *capital gain* jangka panjang dari 20% menjadi 28%. Dengan analogi bahwa pajak memberikan pengaruh pada biaya transaksi pembuatan modifikasi portfolio, sehingga perubahan pada tarif pajak seharusnya mempengaruhi keputusan pembuatan portfolio investor.

Data yang digunakan adalah 1.601 perusahaan dengan data *return* dan harga yang tersedia pada Desember 1982 dan Juni 1988, dimana penelitian tersebut menggunakan data transaksi harian dan pemegang saham biasa pada ke-1.601 perusahaan tersebut. Penelitian Seida dan Wempe menelaah reaksi *trading* investor individu jangka pendek dan jangka panjang merespon pada perubahan tarif *capital gain* di TRA 86 menggunakan *trading metric* untuk memprediksi *behaviour trading* investor.

Hasil yang diperoleh adalah mereka menemukan adanya pola perdagangan pada minggu-minggu menjelang pemberlakuan tarif baru tersebut. Seida dan Wempe juga menemukan bahwa TRA 86 juga memiliki efek jangka panjang pada keputusan perdagangan investor individu, yakni investor individu menjadi kurang berkeinginan untuk menjual saham yang berpotensi mendapatkan *gain*. Sebaliknya, investor individu menjadi lebih berkeinginan untuk menjual saham yang berpotensi *loss* akibat efek TRA 86.

Lang dan Shackelford (2000) melakukan studi empiris yang meneliti pengaruh perubahan tarif pajak *capital gain* terhadap harga saham. Penelitian tersebut mengevaluasi reaksi harga saham pada sekitar minggu-minggu disetujuinya penetapan tarif pajak *capital gain* jangka panjang yang baru dari semula 28% menjadi 20% pada bulan Mei 1997.

Lang dan Shackelford menggunakan *return* sebagai variabel dependen, minggu disetujuinya peraturan pajak yang baru sebagai variabel independen, serta variabel-variabel kontrol seperti dividen, indeks S&P500, *size* perusahaan, *debt ratio*, *return on asset*, dan variabel indikator industri. Hasil uji statistik dengan

menggunakan beberapa model yang dilakukan, membuktikan bahwa harga saham bergerak berlawanan dengan *dividend yield* saat terjadinya penandatanganan aturan pajak yang baru. Harga saham perusahaan-perusahaan yang tidak membayarkan dividen lebih meningkat pada lima hari perdagangan dibandingkan saham-saham perusahaan lain. Diantara perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen, perubahan harga saham menurun seiring dengan tingkat *dividend yield*. Makin tinggi tingkat *dividend yield* perusahaan, harga sahamnya mengalami penurunan yang lebih besar dibandingkan saham perusahaan yang tingkat *dividend yield*-nya lebih rendah.

Atas hasil tersebut, terdapat dua penjelasan yang memungkinkan. Pertama, *return* saham yang diterima investor lebih diekspektasikan untuk dikenakan pengenaan tarif yang diberlakukan untuk *capital gain*. Penurunan pada pajak *capital gain* telah menaikkan ketertarikan investasi investor. Kedua, saham perusahaan yang dipegang oleh investor individu lebih *favorable* pada pajak *capital gain* individu, sehingga pengurangan pada tarif pajak *capital gain* seperti harapan investor individu tersebut, berefek pada naiknya nilai pasar saham bersangkutan.

Fong et.al (2009) meneliti mengenai apakah efisiensi dari pajak penghasilan atas *capital gain* berpengaruh pada *fund manager* yang aktif. Amandemen undang-undang perpajakan yang baru memberikan kebijakan diskon tarif pajak sebesar 50% untuk *capital gain* atas *asset* dengan minimum periode kepemilikan 12 bulan, dan amandemen tersebut diperkenalkan tahun 2009. Fong et.al melakukan penelitian terhadap 26 institusi *equity fund* dari tahun 1994 hingga 2002, dengan menggunakan prinsip *First-In-First-Out* (FIFO) pada sampel transaksi perdagangan harian dari ke-26 institusi tersebut.

Untuk melihat pada *behaviour fund manager* yang dijadikan sampel oleh Fong et.al, Fong membedakan *fund manager* tersebut kedalam *fund size* dan *fund style* mereka. *Fund size* dibedakan kedalam dua bagian, yakni *Boutique* dan *Non-boutique*. *Boutique fund manager* adalah *fund manager* yang mengelola dana kurang dari AUS\$100 juta dan biasanya juga dikelola oleh pemilik institusi sendiri, sedangkan *non-boutique fund manager* adalah *fund manager* dengan pengelolaan *asset* yang lebih besar dari AUS\$100 juta. *Fund style* ditentukan dari

tipe *fund manager* tersebut berdasarkan pengakuan mereka, apakah termasuk dalam manajer yang bertipe senang berinvestasi pada saham-saham yang mengalami *growth*, *growth at reasonable price*, *neutral*, atau pada kelas saham yang dianggap *valuable*, sementara sisa lainnya yang tidak melakukan pengakuan dikategorikan sebagai lain-lain.

Sebagai tambahan variabel kontrol yang lain, Fong et.al menambahkan variabel saham yang masuk dalam kategori top 40, volatilitas *return* saham, kapitalisasi saham, aliran dana yang berputar dalam pengelolaan *fund manager*, serta dana. Di sisi lain, variabel dependen yang digunakan oleh Fong et.al adalah proporsi *short term transaction* dibandingkan dengan total transaksi, yakni atas *asset short term* dan *long term*, sementara variabel independen penelitian tersebut adalah pajak atas *capital gain*.

Dari hasil analisa terhadap transaksi jual beli yang dilakukan ke-26 institusi *fund manager* tersebut, mereka menemukan bahwa secara statistik, proporsi dari *capital gain* jangka pendek berkurang cukup signifikan setelah adanya perubahan perpajakan. Dengan kata lain, pemberlakuan tarif pajak baru tersebut, secara signifikan telah mengurangi realisasi *capital gain* jangka pendek *fund manager* aktif. Lebih lanjut, pengurangan realisasi terbesar tersebut dilakukan oleh *fund manager* bertipe *growth at reasonable price* dan *boutique fund manager*. Hasil penelitian Fong et.al juga menemukan bahwa *fund manager* aktif cenderung tidak merealisasikan *capital gain* jangka pendek pada saham-saham dengan nilai kapitalisasi yang besar dan pada saham dengan tingkat volatilitas yang rendah.

Kumar (2009) meneliti preferensi dari investor individu dalam membuat keputusan berinvestasi dengan menggunakan data 62.387 investor dan periode tahun 1991 sampai 1996. Dalam studi yang dilakukannya, Kumar menemukan bahwa investor individu secara sistematis mengubah preferensi mereka dengan cukup ekstrim pada *style* portfolio yang berbeda, yakni *size (small vs large)* dan *style (value vs growth)*. Dan untuk pengukuran *style* ini, Kumar menggunakan *size*, *book to market*, serta *price*, dimana ketiganya dibagi dalam desil untuk mendapatkan gambaran agregat dari keseluruhan investor. Sementara untuk mengukur preferensi investor individu ini, Kumar menggunakan posisi akhir

bulan dari *style* investor, yakni proporsi dari saham dengan dengan *style* tertentu terhadap keseluruhan investasi sahamnya, yang disebut sebagai *position of style*.

Pergeseran preferensi investor dipengaruhi oleh *style return* dan perbedaan *earning* di masa lalu, serta nasehat dari *investment newsletter*, tapi tidak dipengaruhi oleh inovasi dalam variabel makroekonomi atau pergeseran dari ekspektasi pada *future cash flow*. Kumar kemudian mendapatkan kesimpulan bahwa preferensi *style* investor yang berubah-ubah (dinamis) dapat dijelaskan secara bersamaan dengan preferensi *style return* dan *style level* (hubungan diantaranya kuat), namun tidak ada bukti yang kuat yang bisa menunjukkan atau memprediksi *style return*, serta korelasi diantara saham-saham dengan *style* yang sama meningkat saat investor berpindah masuk ataupun keluar dari sebuah *style* tertentu dengan intensitas yang besar. Secara keseluruhan, hasil yang diperoleh oleh Kumar, mengindikasikan bahwa kategori saham berpengaruh terhadap pembuatan keputusan portfolio investor selain *return* saham.

Junya Hamaaki (2008) meneliti efek dari reformasi perpajakan yang terjadi di Jepang tahun 1980an dan 1990an terhadap kegiatan investasi yang terjadi. Penelitian yang dilakukan oleh Hamaaki lebih menekankan pada efek ke masing-masing industri yang ada di Jepang, yakni *food*, tekstil, *rubber*, kayu, permesinan elektrik, industri mesin, alat transportasi, industri mesin presisi, industri kimia dan pengilangan minyak, serta baja, dengan total sampel 952 perusahaan.

Dalam penelitian yang menggunakan *range* waktu 20 tahun, mulai tahun 1980 hingga 2000, Hamaaki menggunakan fungsi estimasi *covariate* investasi, yakni perubahan *tax adjusted q* yang disebabkan oleh reformasi pajak. Dengan metode ini, Hamaaki menghilangkan *error* dalam pengukuran serta dapat menurunkan estimasi yang mengindikasikan penyesuaian yang valid untuk biaya investasi. Hasil penelitian yang dilakukan Hamaaki juga menemukan bahwa investasi-investasi yang sebelumnya terjadi, secara umum dipengaruhi oleh reformasi perpajakan di tahun 1980an, sementara hanya sedikit investasi yang terjadi di industri dipengaruhi oleh reformasi pajak tahun 1990an, serta tiap investasi pada industri yang berbeda, memiliki respon yang berbeda.

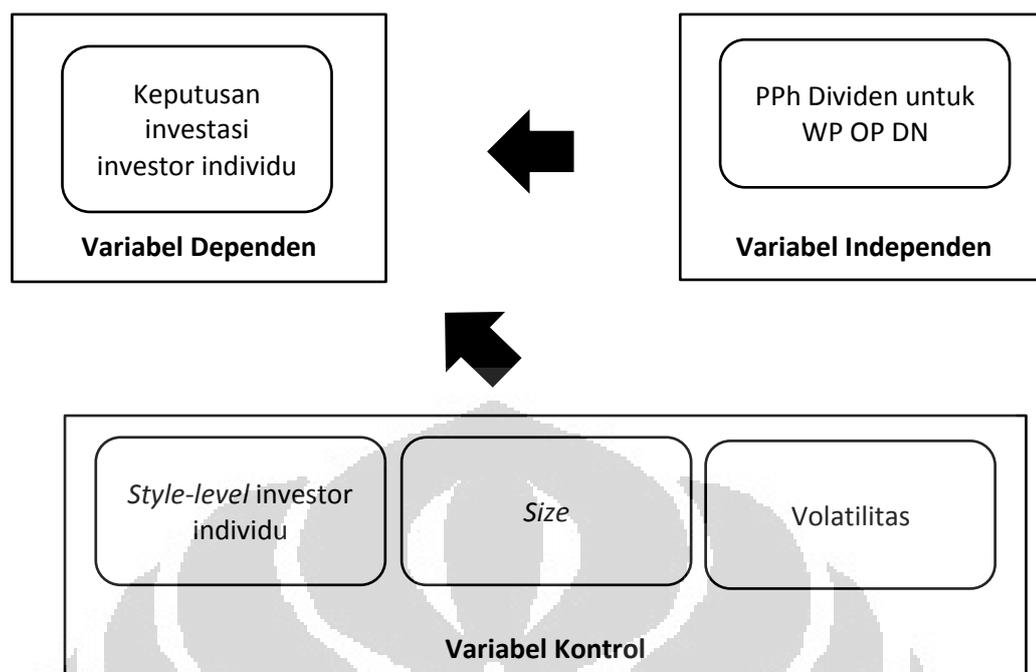
BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Kerangka Pemikiran

Tujuan dari pemberlakuan tarif pajak yang baru yang semula 15% menjadi sebesar 10% pada pajak penghasilan atas wajib pajak orang pribadi dalam negeri, salah satunya adalah untuk menggairahkan investasi dan mendorong penyertaan modal langsung pada perusahaan perseroan terbatas. Jadi, secara garis besar penelitian ini bertujuan untuk meneliti adakah pengaruh dari penurunan tarif pajak penghasilan tersebut terhadap keputusan investasi, dan seperti apa pengaruh tersebut dalam kelas-kelas kelompok yang berbeda terhadap perusahaan dengan kinerja pembagian dividen yang berbeda.

Pemberian insentif ditujukan secara khusus pada investor individu dalam negeri, sehingga pertimbangan-pertimbangan lain yang berpengaruh terhadap keputusan berinvestasi juga harus dipertimbangkan sebagai variabel kontrol. Tiap investor individu memiliki cara pengambilan keputusan yang berbeda, hal ini tergantung dari *style* dari si investor (Kumar, 2009 dan Fong et.al, 2009). *Style-level* ini bervariasi, yang paling populer adalah (i) *small-cap* dan *large-cap* serta (ii) *growth* dan *value*. Sehingga *style level* inilah yang digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. Untuk menguji apakah investor pada golongan kelompok dividen tertentu menggunakan pemilihan portfolionya berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar dari suatu saham, maka dalam penelitian ini juga digunakan variabel kontrol *size* (Fong et.al, 2009). Sebagai tambahan, juga digunakan variabel volatilitas untuk mengontrol pengaruh dari risiko yang terdapat dalam suatu saham tertentu, dimana besarnya risiko ini bisa berbeda antara satu saham dengan saham lain, dan digunakan oleh investor sebagai salah satu dasar pembuatan keputusannya (Fong et.al, 2009). Untuk simplifikasi pemahaman kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini, dapat dilihat pada Gambar 3.1 di bawah ini.



Gambar 3.1 Diagram Kerangka Pemikiran Penelitian

3.2 Hipotesa dan Model Penelitian

Seperti yang sudah dikemukakan sebelumnya, tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengetahui keefektifan dari pemberlakuan tarif pajak dividen yang baru (UU PPh Nomor 36 Tahun 2008) terhadap keputusan investasi investor individu. Dalam penelitian ini, dikarenakan alasan bahwa dari seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak memiliki kinerja *dividend yield* yang sama, maka investor dibagi dalam kelas pengelompokan dividen yang berbeda, selain untuk tujuan analisa yang lebih spesifik dan menghindari hasil yang bisa terdistorsi satu sama lain.

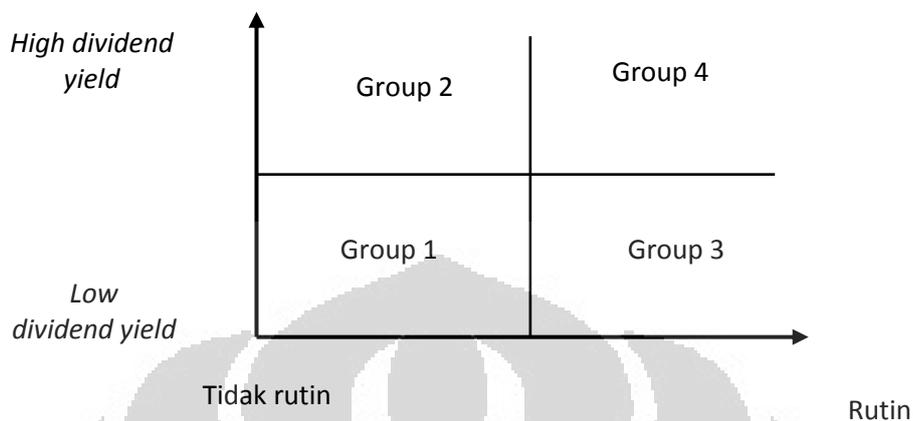
Secara garis besar, kinerja dividen ini dibagi dalam 2 kelompok besar, yakni saham dengan *non dividend yield performance* dan saham dengan *dividend yield performance*. Saham kelompok kedua tersebut yang kemudian dibagi lagi dalam empat kelompok. Cara penggolongannya, jika selama kurun waktu 5 tahun (2007-2011) perusahaan yang menerbitkan saham tersebut sama sekali tidak pernah membagikan dividen, maka saham jenis ini digolongkan sebagai perusahaan yang tidak membagikan dividen (*non dividend yield performance*). Sebagai tambahan, untuk saham perusahaan yang dalam waktu 5 tahun tersebut

hanya pernah membagikan dividen satu kali, maka juga dimasukkan dalam golongan ini. Hal ini dikarenakan investor sulit untuk memprediksi apakah perusahaan tersebut memang akan terus membagikan dividen kedepannya. Selanjutnya, kelompok ini akan dilambangkan dengan “kelompok dividen 0”.

Kelompok selanjutnya, yakni kelompok saham dengan *dividend yield performance* adalah golongan saham yang dalam waktu 5 tahun, paling tidak dalam 2 tahun membagikan dividen. Untuk tujuan analisa yang lebih spesifik, maka kelompok ini dibedakan dalam 4 golongan yang dibedakan dalam 2 tahap, yakni rutinitas pembagian dan tingkat *dividend yield*. Untuk perusahaan yang tidak rutin membagikan dividen serta memiliki *dividend yield* rendah, dikelompokkan dalam “kelompok dividen 1”, perusahaan yang intensitas pembagiannya tidak rutin, namun memiliki *dividend yield* yang tinggi, dimasukkan dalam “kelompok dividen 2”. Sementara itu, kelompok saham yang membagikan dividen secara rutin tapi memiliki *dividend yield* yang rendah, dimasukkan dalam “kelompok dividen 3”, sedangkan untuk yang rutin serta memiliki *dividend yield* yang tinggi, dimasukkan dalam “kelompok dividen 4”.

Penentuan kelompok rutin dan tidak rutin adalah apabila perusahaan membagikan dividen 2-3 tahun dalam kurun waktu 5 tahun, kecuali apabila dividen tersebut dibagikan selama 2 tahun berturut-turut pada tahun 2007 dan 2008, maka perusahaan-perusahaan ini dikeluarkan dalam daftar kelompok untuk menghindari bias. Pengecualian yang lain adalah jika perusahaan tersebut membagikan dividen selama 3 tahun berturut-turut pada tahun 2009, 2010, dan 2011, maka kelompok saham ini akan dimasukkan dalam kelompok saham dengan pembagian dividen yang rutin karena hal ini mungkin disebabkan oleh perubahan *behaviour* perusahaan menanggapi penurunan tarif pajak atas dividen, dimana investor juga akan mengasumsikannya demikian, serta akan memprediksi bahwa setelah tahun ketiga tersebut (tahun 2011), perusahaan akan terus membagikan dividen secara rutin. Sisanya, yakni perusahaan yang melakukan pembagian dividen 4-5 kali dalam 5 tahun digolongkan sebagai perusahaan dengan pembagian dividen yang rutin. Di lain pihak, untuk penentuan tinggi rendahnya *dividend yield* dilakukan dengan pembagian berdasarkan median kelompok *dividend yield* setelah sebelumnya mendaftar seluruh *dividend* yang

pernah dibagikan oleh perusahaan. Untuk memudahkan penggambaran berdasarkan pengelompokan ini, dapat dilihat pada Gambar 3.2.



Gambar 3.2 Matriks Penggolongan Dividen

Pembuatan keputusan investasi oleh investor, dilambangkan oleh variabel dependen “POS” (Kumar, 2009—lihat subbab Variabel Penelitian). Analisa efek dari kebijakan perpajakan (penurunan tarif pajak dividen), dilakukan per *style-level* investor (Kumar, 2009—lihat subbab Variabel Penelitian). Dengan demikian, maka pembuatan hipotesa juga diklasifikasikan berdasarkan kelompok dividen.

1) Hipotesa untuk investor kelompok dividen 0

Investor yang berinvestasi pada saham-saham kelompok dividen 0 ini adalah golongan investor yang hanya bisa memperoleh *return* dari *capital gain* saja. Sehingga, dengan berlakunya tarif pajak penghasilan atas dividen yang baru, diharapkan dapat menstimulus investor untuk mengalokasikan investasinya pada saham-saham dengan *dividend yield performance* (adanya pergeseran preferensi), terutama untuk saham-saham dengan golongan kapitalisasi pasar yang kecil dan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar.

H_1 : Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 0.

H_2 : Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang dalam negeri secara keseluruhan, menurunkan

pengalokasian proporsi portfolio investasi pada saham-saham di kelompok dividen 0.

H₃ : Penurunan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 0, lebih besar terjadi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil daripada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar.

H₄ : Penurunan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 0, lebih besar terjadi pada golongan saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar daripada saham dengan kinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

2) Hipotesa untuk investor kelompok dividen 1

Investor yang melakukan investasi pada kelompok dividen ini adalah golongan investor yang tidak hanya berharap untuk bisa mendapatkan *return* dari dividen, namun juga dari *capital gain*. Dengan sifat *dividend* yang bisa diterima investor adalah tidak rutin/jarang, serta dengan tingkat *dividend yield* yang rendah, maka investor golongan ini diduga masih memiliki pengharapan yang lebih besar untuk bisa mendapatkan *return* dari *capital gain* dibandingkan *return* dari dividen. Oleh karena itu, diharapkan bahwa untuk investor yang berinvestasi dalam kelompok ini, diharapkan setelah adanya penurunan tarif pajak yang baru, maka akan mengubah/menggeser preferensi investor pada saham-saham yang memiliki kinerja *dividend yield* lebih baik. Namun demikian, besarnya pergeseran ini diharapkan akan lebih kecil dibandingkan yang terjadi pada kelompok dividen 0, selain besarnya pergeseran yang terjadi pada saham-saham golongan kapitalisasi kecil lebih besar daripada yang golongan kapitalisasi besar, serta lebih besar pula terjadi pada saham-saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar dibandingkan yang berada di atas rata-rata kinerja pasar.

H₅ : Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 1.

H₆ : Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang dalam negeri secara keseluruhan, menyebabkan terjadinya

pergeseran (penurunan) pengalokasian proporsi portfolio investasi pada saham-saham di kelompok dividen 1.

H₇ : Perubahan penurunan preferensi yang terjadi di kelompok dividen 1 lebih kecil dibandingkan yang terjadi di kelompok dividen 0.

H₈ : Penurunan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 1, lebih besar terjadi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil daripada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar.

H₉ : Penurunan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 1, lebih besar terjadi pada golongan saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar daripada saham dengan kinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

3) Hipotesa untuk investor kelompok dividen 2

Dalam kelompok dividen ini, investor bisa mendapatkan *return* berupa dividen (meskipun bersifat tidak rutin, namun tingkat *dividend yield*nya cukup tinggi), maupun berasal dari *capital gain*. Tingkat *dividend yield* yang cukup tinggi bisa dipandang sebagai stimulus yang cukup bagi investor untuk bisa melakukan pergeseran preferensi investasi ke kelompok ini. Oleh karena pada hipotesa sebelumnya diharapkan bahwa ada pergeseran preferensi dari kelompok 0 dan 1, dimana pergeseran preferensi tersebut lebih besar terjadi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil serta kinerja saham di bawah kinerja rata-rata pasar dibandingkan yang terjadi pada saham dengan kapitalisasi pasar yang besar serta kinerja di atas kinerja rata-rata pasar, maka dengan demikian, ekspektasi pergeseran preferensi yang terjadi di kelompok dividen 1 akan terjadi lebih besar pada golongan saham yang berkapitalisasi pasar lebih kecil dan berkinerja dibawah kinerja pasar dibandingkan saham berkapitalisasi besar dan berkinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

H₁₀: Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 2.

H₁₁: Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri secara keseluruhan, menyebabkan

terjadinya pergeseran (kenaikan) pengalokasian proporsi portfolio investasi pada saham-saham di kelompok dividen 2.

H₁₂: Kenaikan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 2, lebih besar terjadi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil daripada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar.

H₁₃: Kenaikan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 2, lebih besar terjadi pada golongan saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar daripada saham dengan kinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

4) Hipotesa untuk investor kelompok dividen 3

Dalam kelompok dividen ini, potensi *return* yang bisa didapat investor adalah berasal dari *dividend* dan *capital gain*. *Return* dividen yang bisa didapat oleh investor bersifat rutin (lebih pasti), meskipun dengan tingkat *dividend yield* yang rendah. Sehingga diharapkan bahwa setelah terjadinya perubahan tarif pajak dividen yang baru, mampu menggeser preferensi investasi investor, salah satunya ke kelompok ini. Seperti halnya pada kelompok sebelumnya, diharapkan bahwa kenaikan yang terjadi di kelompok ini lebih besar terjadi di kelompok saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil dan kinerja di bawah rata-rata kinerja pasar dibandingkan kenaikan yang terjadi di saham dengan kapitalisasi pasar yang besar dan memiliki kinerja di atas kinerja pasar.

H₁₄: Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 3.

H₁₅: Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang dalam negeri secara keseluruhan, menyebabkan terjadinya pergeseran (kenaikan) pengalokasian proporsi portfolio investasi pada saham-saham di kelompok dividen 3.

H₁₆: Kenaikan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 3, lebih besar terjadi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil daripada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar.

H₁₇: Kenaikan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 3, lebih besar terjadi pada golongan saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar daripada saham dengan kinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

5) Hipotesa untuk investor kelompok dividen 4

Investor yang memiliki investasi di kelompok saham ini adalah kelompok investor yang paling mengapresiasi *return* dividen dikarenakan dividen yang dibagikan dalam kelompok ini adalah dividen yang tidak hanya bersifat rutin, namun juga memiliki *dividend yield* yang tinggi. Dari seluruh pergeseran preferensi yang diharapkan terjadi di kelompok 0 dan 1, ekspektasi terbesar adalah pergeseran tersebut terjadi di kelompok ini. Sehingga, hipotesa untuk kelompok 4 ini dapat dibuat sebagai berikut:

H₁₈: Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 4.

H₁₉: Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang dalam negeri secara keseluruhan, menyebabkan terjadinya pergeseran (kenaikan) pengalokasian proporsi portfolio investasi pada saham-saham di kelompok dividen 4.

H₂₀: Perubahan kenaikan preferensi yang terjadi di kelompok dividen 4 lebih besar dibandingkan yang terjadi di kelompok dividen 2 dan 3.

H₂₁: Kenaikan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 4, lebih besar terjadi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil daripada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar.

H₂₂: Kenaikan proporsi portfolio investasi oleh investor kelompok dividen 4, lebih besar terjadi pada golongan saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar daripada saham dengan kinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

Untuk pengujian semua hipotesa di atas, digunakan 3 buah model, ditambah pengujian dengan memisahkan periode sebelum pemberlakuan tarif pajak yang baru dan sesudahnya. Penggunaan beberapa macam model bertujuan

untuk mendapatkan hasil penelitian yang lebih akurat karena tiap model memiliki kelebihan dan kelemahan tersendiri.

Model I.

$$POS = \beta_1 + \beta_2 small * tax + \beta_3 large * tax + \beta_4 growth * tax + \beta_5 value * tax + \beta_6 small + \beta_7 large + \beta_8 growth + \beta_9 value + \beta_{10} size + \beta_{11} vol$$

Model II.

$$POS = \beta_1 + \beta_2 small * tax + \beta_3 large * tax + \beta_4 growth * tax + \beta_5 value * tax + \beta_{10} size + \beta_{11} vol$$

Model III.

$$POS = \beta_1 + \beta_6 small + \beta_7 large + \beta_8 growth + \beta_9 value + \beta_{10} size + \beta_{11} vol$$

Ketiga Model di atas digunakan untuk menguji keseluruhan kelompok dividen (0 sampai dengan 4), yang diuji dengan menggunakan keseluruhan periode penelitian (2007 – 2011), baik periode sebelum pemberlakuan tarif pajak yang baru maupun sesudah. Khusus untuk Model III, juga digunakan pengujian dengan memisahkan antara periode sebelum pemberlakuan tarif pajak yang baru (*pre tax period*—2007 hingga 2008) dan sesudah diberlakukannya tarif yang baru (*post tax period*—2009 hingga 2010). Semua pengolahan data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan Program StataIC 11, dimana seluruh hasil output yang ditampilkan dalam penelitian ini telah melalui uji multikolinearitas, autokolinearitas, serta heterokesdasitas. Dalam pemilihan model panel untuk persamaan regresi, dilakukan pengujian secara bertahap (Suwardi, 2011):

- Untuk memilih antara model panel *pooled least square* (PLS) dan *fixed effect* (FE), dilakukan pengujian dengan *Chow Test*.
- Untuk memilih antara model panel *pooled least square* (PLS) dan *random effect* (RE), dilakukan pengujian dengan *LM Test*.
- Bila hasil dari uji pertama dan kedua menunjukkan bahwa model FE dan RE yang lebih baik digunakan dibandingkan PLS, maka selanjutnya dilakukan pengujian dengan *Hausman Test* untuk memilih diantara kedua model tersebut.

3.3 Variabel Penelitian

3.3.1 Variabel Dependen

Untuk mengukur keputusan investasi investor individu, digunakan saldo buku investor untuk mengetahui *position of style* (POS) investor (Kumar, 2009). POS adalah proporsi dari suatu penempatan investasi saham investor terhadap seluruh investasi sahamnya yang memiliki *style* tertentu. Dikarenakan penelitian ini dilakukan dengan memisahkan kelas investor berdasarkan kelas/kelompok dividen saham, maka POS dimodifikasi dengan membandingkan antara jumlah investasi seorang investor di suatu kelompok (*group*) tertentu pada waktu (bulan) tertentu terhadap keseluruhan investasi saham investor di waktu (bulan) tertentu. Selain itu, untuk menghindari bias bahwa posisi saldo buku investor berubah dikarenakan perubahan harga saham dan bukan karena adanya penambahan atau pengurangan modal investasi oleh investor, maka Peneliti memodifikasinya dengan membagi proporsi POS diatas dengan indeks saldo buku investor. Indeks ini diperoleh dengan membandingkan antara saldo buku jumlah nilai investasi saham investor pada waktu tertentu dengan jumlah nilai investasi saham investor pada waktu awal (Januari 2007). Sehingga, POS dapat dihitung dengan menggunakan persamaan berikut:

$$POS_{g,t} = \frac{\sum_{g=1}^{N_{g,t}} n_{g,t} P_{g,t}}{\sum_{i=1}^{N_t} n_{i,t} P_{i,t}} \cdot \frac{\sum_{i=1}^{N_t} n_{i,t} P_{i,t}}{\sum_{i=1}^{N_0} n_{i,0} P_{i,0}} \quad (3.1)$$

POS_{gt} = *Position of style* investor pada akhir bulan, dimana merepresentasikan keputusan investasi investor individu pada kelompok (*group*) tertentu dan bulan t;

N_{gt} = jumlah saham dalam kelompok g pada akhir bulan t;

N_t = jumlah saham keseluruhan investor pada akhir bulan t;

N_0 = jumlah saham keseluruhan investor pada akhir bulan Januari 2007;

N_{it} = jumlah saham i pada portfolio agregat investor di akhir bulan t;

N_{i0} = jumlah saham i pada portfolio agregat investor di akhir bulan Januari 2007;

P_{gt} = harga akhir bulan t dari saham yang termasuk dalam kelompok g;

P_{it} = harga akhir bulan t dari saham i;

P_{i0} = harga akhir bulan Januari 2007 dari saham i.

3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah pajak penghasilan atas dividen yang diterima oleh wajib pajak orang pribadi dalam negeri. Variabel ini ini dilambangkan dengan kategorikal, yakni bernilai 0 sebelum tahun diberlakukannya pajak penghasilan (tahun 2007-2008), dan bernilai 1 setelah pajak tersebut berlaku (2009-2011). Untuk memberikan ringkasan ekspektasi hubungan pajak dalam mempengaruhi keputusan investasi investor seperti yang telah dijelaskan dalam hipotesa, dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 3.1 Ekspektasi Hubungan Pajak Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu

| Kelompok Dividen | Variabel | Ekspektasi Hubungan | Keterangan |
|------------------|-------------------|---------------------|--|
| 0 | <i>Small*tax</i> | - | Penurunan pajak dividen diharapkan menggeser preferensi investor yang berinvestasi di kelompok ini ke kelompok lainnya. |
| | <i>Large*tax</i> | - | |
| | <i>Growth*tax</i> | - | |
| | <i>Value*tax</i> | - | |
| 1 | <i>Small*tax</i> | - | Penurunan pajak dividen diharapkan menggeser preferensi investor yang berinvestasi di kelompok ini ke kelompok 2, 3, dan/atau 4. |
| | <i>Large*tax</i> | - | |
| | <i>Growth*tax</i> | - | |
| | <i>Value*tax</i> | - | |
| 2 | <i>Small*tax</i> | + | Penurunan pajak dividen diharapkan menggeser preferensi investor yang berinvestasi di kelompok 0 dan 1, salah satunya ke kelompok 2. |
| | <i>Large*tax</i> | + | |
| | <i>Growth*tax</i> | + | |
| | <i>Value*tax</i> | + | |
| 3 | <i>Small*tax</i> | + | Penurunan pajak dividen diharapkan menggeser preferensi investor yang berinvestasi di kelompok 0 dan 1, salah satunya ke kelompok 3. |
| | <i>Large*tax</i> | + | |
| | <i>Growth*tax</i> | + | |
| | <i>Value*tax</i> | + | |
| 4 | <i>Small*tax</i> | + | Penurunan pajak dividen diharapkan menggeser preferensi investor yang berinvestasi di kelompok 0 dan 1, salah satunya ke kelompok 4. |
| | <i>Large*tax</i> | + | |
| | <i>Growth*tax</i> | + | |
| | <i>Value*tax</i> | + | |

3.3.3 Variabel Kontrol

1) *Style-level Investor Individu*

Style level yang digunakan dalam penelitian ini adalah *style pair*: (i) *small cap-large cap* dan (ii) *growth-value*, yang sekaligus sebagai variabel kontrol utama karena menggambarkan *behaviour* yang menentukan pengambilan keputusan investasi seorang investor (Kumar, 2009). *Small cap* dan *large cap* menggambarkan kapitalisasi pasar dari saham bersangkutan, sedangkan *growth-value* menggambarkan pergerakan harga dari saham bersangkutan. *Large cap* dan *value* mewakili saham-saham teratas, sedangkan *small cap* dan *growth* mewakili penggambaran saham yang dibawahnya.

Secara rinci, pembagian yang digunakan dalam penentuan *small* dan *large cap* adalah 50 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar dalam satu bulan, digolongkan dalam saham *large cap*, sedangkan saham dengan nilai kapitalisasi dibawahnya masuk dalam golongan *small cap*. Ukuran 50 peringkat teratas diambil dengan menggunakan ukuran publikasi bulanan yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia setiap kali mengumumkan saham-saham dengan kapitalisasi teratas.

Sementara itu, untuk penentuan saham *growth-value* adalah dengan menggunakan rata-rata *return* mingguan saham dalam satu bulan. Pemilihan rata-rata per minggu digunakan untuk menghindari fluktuabilitas yang terlalu tinggi, yang dapat berakibat rawan bias untuk bisa menunjukkan kinerja harga saham yang sebenarnya, dan dirata-ratakan satu bulan untuk mendapatkan hasil nilai yang lebih stabil. Selanjutnya, untuk mengkategorikannya dalam kelompok mana, digunakan perbandingan dengan kinerja *return* IHSG dan saham-saham LQ45. Seperti yang diungkapkan oleh Kumar (2009), kelompok saham ini adalah saham yang top, sehingga seharusnya adalah saham-saham diatas kinerja pasar (*leading*). Kinerja pasar biasa digambarkan dengan indeks IHSG, sementara saham-saham paling favorit pada LQ45. Diantara nilai kedua ini, yang mana yang bernilai lebih tinggi, mana nilai tersebutlah yang digunakan sebagai batasan saham-saham *growth* dan *value*.

Dalam penelitian ini, dikarenakan tiap data yang digunakan adalah berdasarkan dari kelompok dividen dimana investor mengalokasikan portfolionya, maka untuk penggunaan *small cap-large cap* dan *growth-value* digunakan perbandingan atau proporsi pengalokasian portfolio investasi saham investor. Jadi, variabel *small cap-large cap* berarti proporsi penempatan portfolio investasi investor pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil dan saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar. Sedangkan variabel *growth-value* berarti proporsi penempatan portfolio investasi investor pada saham-saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar dan saham-saham dengan kinerja diatas kinerja pasar.

Tabel 3.2 Ekspektasi Hubungan *Style-Level* Investor Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu

| Variabel | Ekspektasi Hubungan | Keterangan |
|---------------|---------------------|--|
| <i>Small</i> | - | Secara teori, investor akan lebih memilih untuk menempatkan investasinya pada saham-saham berkapitalisasi pasar besar dibandingkan yang berkapitalisasi pasar kecil. |
| <i>Large</i> | + | |
| <i>Growth</i> | - | Secara teori, investor cenderung memiliki preferensi untuk menemepatkan investasi portfolio sahamnya pada saham-saham yang memiliki kinerja diatas rata-rata kinerja pasar dibandingkan yang berada dibawah rata-rata kinerja pasar. |
| <i>Value</i> | + | |

2) *Size*

Size (Fong et.al, 2009) menggambarkan ukuran suatu saham atau kapitalisasi—hampir sama seperti yang dimaksud dalam variabel *small cap-large cap*, namun berbeda dalam penggunaannya. Dalam variabel *small cap-large cap*, kedua variabel tersebut sebenarnya adalah variabel kategorikal, namun diproporsikan, dan penggolongan *small cap-large cap* adalah berdasarkan kriteria tertentu seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya. Sementara dalam variabel *size*, jenis variabel ini adalah numerikal, dan tujuan lainnya digunakan variabel ini adalah untuk menguji landasan pembuatan keputusan investasi oleh investor berdasarkan

kapitalisasi pasar saham tersebut. Variabel ini sangat berguna untuk dapat memberikan bantuan penjelasan atau memberikan petunjuk lain bila terdapat suatu fenomena tertentu yang berbeda dari teori.

$$Size_{g,t} = \frac{\sum_{t=1}^{N_{g,t}} shares_{i,k,t} \times \log(market\ capitalization_{i,t})}{\sum_{t=1}^{N_{g,t}} shares_{i,k,t}} \quad (3.2)$$

$N_{g,t}$ = jumlah saham kelompok g pada akhir bulan t;

$Shares_{i,k,t}$ = saham i, modal k, bulan t;

$Market\ capitalization_{i,t}$ = jumlah saham i yang beredar dikalikan harga penutupan dalam bulan t.

3) Volatilitas

Volatilitas menggambarkan ketidakpastian dari *return* (*capital gain*) suatu saham, singkat kata, menggambarkan tingkat risiko dari suatu saham. Mengikuti pada perhitungan *return* dalam penentuan saham *growth-value*, maka *return* yang menjadi bahan untuk perhitungan volatilitas, juga dihitung dengan menggunakan data mingguan yang kemudian dirata-ratakan dalam sebulan. Besarnya volatilitas dari saham yang digunakan dalam penelitian ini, dirata-rata tertimbang dengan saldo buku akhir bulan investor menurut klasifikasi *group*/kelompok dividen (Fong et.al, 2009).

$$Vol_{g,t} = \frac{\sum_{t=1}^{N_{g,t}} (shares_{i,k,t} \times \sigma_{i,t})}{\sum_{t=1}^{N_{g,t}} shares_{i,k,t}} \quad (3.3)$$

$\sigma_{i,t}$ = volatilitas *return* saham i pada bulan t.

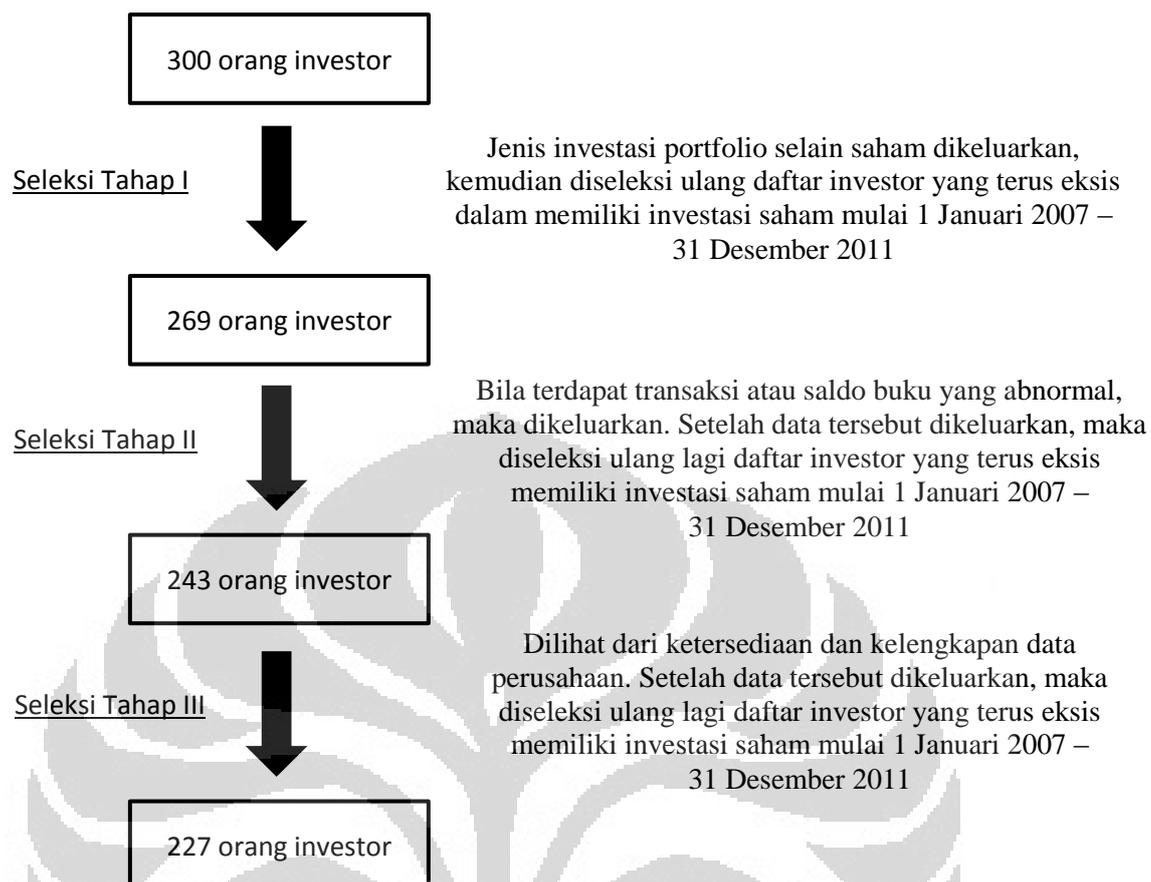
Tabel 3.3 Ekspektasi Hubungan Variabel Size dan Volatilitas Terhadap Keputusan Investasi Investor Individu

| Variabel | Ekspektasi Hubungan | Keterangan |
|----------|---------------------|---|
| Size | + | Secara teori, saham dengan kapitalisasi pasar yang besar lebih likuid, sehingga lebih disukai investor. |
| Vol | - | Makin tinggi volatilitas, semakin tinggi pula tingkat risiko, sehingga cenderung dihindari oleh investor. |

3.4 Data dan Sampel

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini semuanya berasal dari data sekunder. Saldo buku investor yang meliputi daftar pengalokasian investasi, jumlah lembar saham, serta nilai investasi tersebut diperoleh dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Daftar perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia, harga penutupan, serta volume transaksi diperoleh dari *Bloomberg* melalui Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM) serta dari *Yahoo Finance*. Sementara data mengenai perpajakan diperoleh dari Undang-Undang Pajak Penghasilan Nomor 36 Tahun 2008 dan Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009.

Sampel yang diperoleh dari KSEI berjumlah 300 orang investor individu dalam negeri yang terdaftar dan mempunyai kepemilikan saham dari periode 1 Januari 2007 sampai dengan 31 Desember 2011. Akan tetapi, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 227 orang investor dikarenakan terdapat beberapa tahap penyaringan yang digunakan oleh Peneliti. Selengkapnya untuk proses *screening* ini dapat dilihat pada Gambar 3.3, sementara untuk rincian jumlah data yang digunakan dapat dilihat pada Tabel 3.4. Meskipun dari seluruh tahap penyaringan terdapat sebagian data yang dihilangkan dari sampel investor yang tetap digunakan dalam penelitian ini (lolos penyaringan hingga ke tahap akhir), namun dalam pengolahan datanya, tetap digunakan data *originalnya* sehingga seolah-olah untuk seluruh sampel investor yang digunakan dalam penelitian ini, tidak ada satupun dari data mereka yang dihilangkan. Kecuali bila terdapat perbedaan antara jumlah data yang tercantum pada Tabel 3.4 dan pada lampiran output regresi, maka hal ini dikarenakan dilakukan filter hanya untuk data yang memiliki nilai pada POS. Tujuannya, untuk bisa mendapatkan hasil output regresi yang lebih baik.



Gambar 3.3 Proses Seleksi Sampel

Tabel 3.4 Jumlah Data yang Digunakan Dalam Penelitian

| Kelompok Dividen | Jumlah Data | Keterangan |
|------------------|--|--|
| 0 | 227 sampel investor × 12 bulan × 5 tahun = 13.620 data | Model I, II, dan III <i>all period</i> (2007 – 2011) |
| 1 | | |
| 2 | | |
| 3 | | |
| 4 | | |
| 0 | 227 sampel investor × 12 bulan × 2 tahun = 5.448 data | Model III <i>pre tax period</i> (2007 – 2008) |
| 1 | | |
| 2 | | |
| 3 | | |
| 4 | | |
| 0 | 227 sampel investor × 12 bulan × 3 tahun = 8.172 data | Model III <i>post tax period</i> (2009 – 2011) |
| 1 | | |
| 2 | | |
| 3 | | |
| 4 | | |

BAB 4

ANALISA DAN PEMBAHASAN

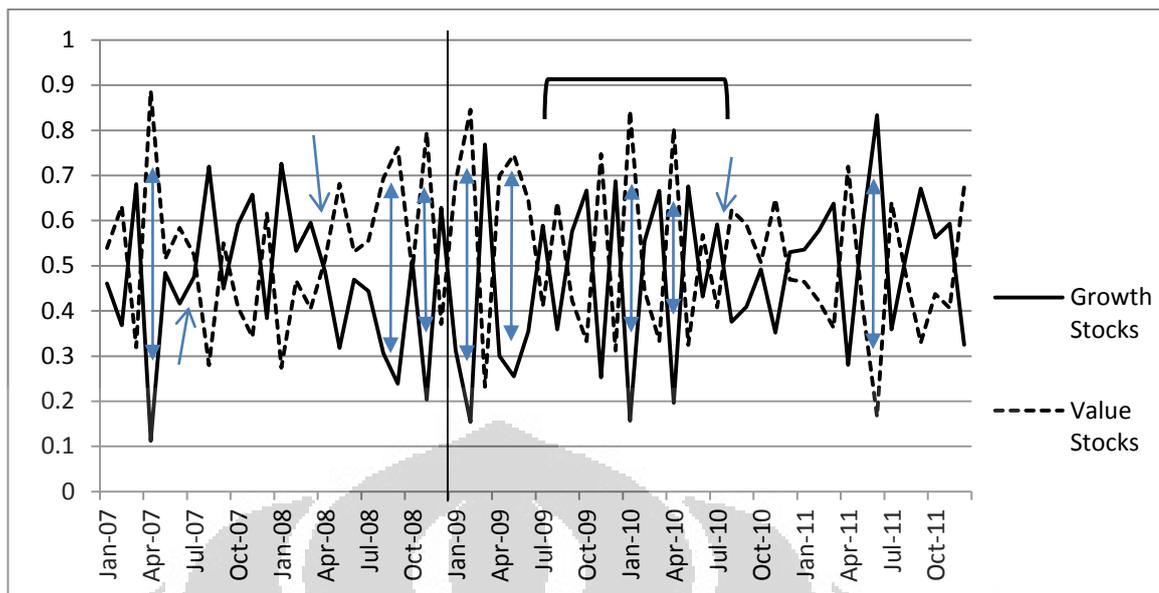
4.1 Analisa Deskriptif

4.1.1 Analisa Deskriptif *Style Position*

Position of style (POS) seperti yang sudah diungkapkan sebelumnya, mengambil dari saldo buku investasi investor di akhir bulan. Untuk penggambaran yang lebih dalam mengenai *style pair* investor serta memudahkan pemahaman, khusus untuk tujuan analisa deskriptif, maka persamaan POS yang ada dalam Bab 3 sedikit dimodifikasi seperti pada persamaan (7). Persamaan POS yang tercantum dalam Bab 3 dan digunakan dalam Bab 4 (persamaan regresi), penggunaannya berdasarkan klasifikasi kelompok dividen, sedangkan POS yang digunakan dalam persamaan (7) tidak melibatkan klasifikasi tersebut, hanya berdasarkan kelompok *style* dari tiap investor. Jadi, hasil yang akan diperoleh di sini lebih bersifat umum atau komprehensif.

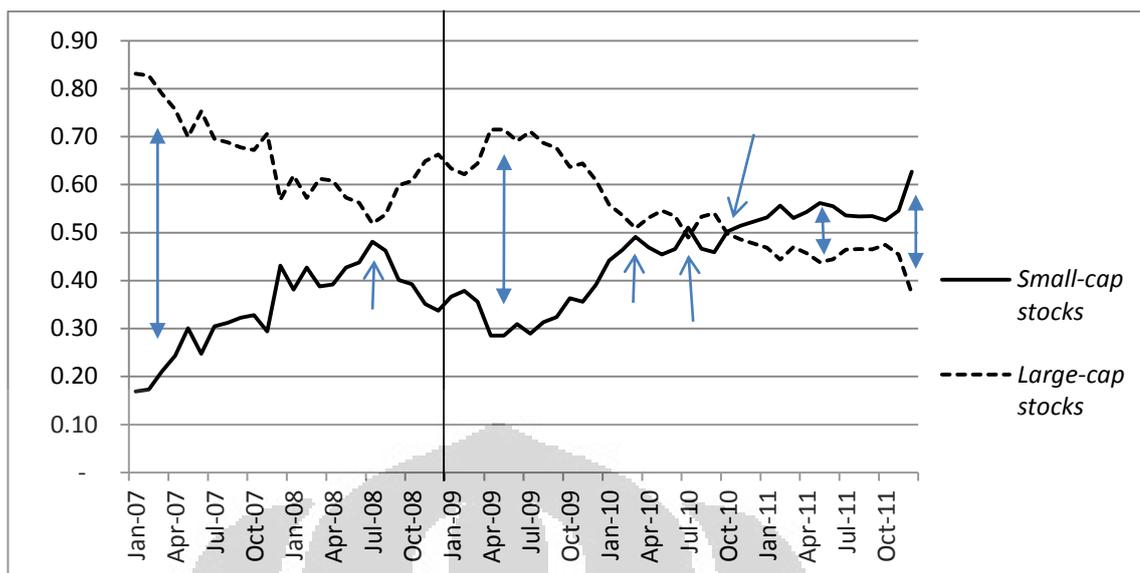
$$POS = \frac{\sum_{j=1}^{N_{S,t}} n_{j,t} P_{j,t}}{\sum_{i=1}^{N_t} n_{i,t} P_{i,t}} \quad (4.1)$$

Dimana $N_{S,t}$ adalah jumlah saham dalam *style* S pada akhir bulan t; N_t adalah jumlah saham dari portfolio agregat investor pada akhir bulan t; $n_{i,t}$ adalah jumlah saham i pada portfolio di akhir bulan t; dan $P_{i,t}$ adalah *closing price* pada akhir bulan dari saham i. Gambar di bawah ini menunjukkan hasil dari penggunaan persamaan tersebut.



Gambar 4.1 *Style Position of Growth-Value Stocks*

Posisi variabel distandarisasi (mean diset 0 dan standar deviasi adalah 1) untuk memudahkan visualisasi grafis posisi *time series*. Gambar 4.1 menunjukkan perubahan fluktuatif secara ekstrim yang cukup panjang dalam kurun periode Juli 2009 hingga Agustus 2010. Secara keseluruhan, masih dapat terlihat bahwa saham dalam golongan *value* lebih menjadi preferensi investor. Meski demikian, posisi antara *growth* dan *value* nyaris selalu berfluktuatif hingga sulit dijelaskan secara akurat mana yang lebih menjadi preferensi investor dalam pembuatan keputusan investasi. Oleh karena itu, sulit untuk dibuat suatu kesimpulan yang membuat perbedaan antara periode sebelum pemberlakuan tarif pajak yang baru dan sesudahnya. Satu-satunya perbedaan yang jelas terlihat pada gambar di atas adalah saat investor memiliki preferensi tertentu terhadap sebuah *style*, maka investor akan menunjukkan posisi preferensi yang ekstrim terhadap *style* lainnya yang berlawanan.



Gambar 4.2 Style Position of Small Cap-Large Cap

Gambar 4.2 diatas menunjukkan ilustrasi secara keseluruhan dari segi *style pair small cap-large cap* investor, dimana cara penggambaran ilustrasi sama dengan yang ada pada Gambar 4.1, yakni posisi variabel distandarisasi (mean diset 0 dan dengan standar deviasi 1) untuk memudahkan visualisasi gambar posisi *time series*. Dari gambar di atas, ternyata pergeseran (*shift*) hanya terjadi pada bulan November 2011, yang secara perlahan mengubah preferensi investor hingga pada *gap* terbesar (hingga data terakhir) yakni pada Desember 2011. Perubahan pergeseran pertama sebenarnya hampir terjadi pada kisaran bulan Juli-Agustus 2008, namun kembali pada posisi semula dimana saham-saham berkapitalisasi pasar besar kembali lebih menjadi preferensi. Periode tersebut adalah saat-saat menjelang pengesahan UU 36/2008 pada akhir September 2008, meski bila dilihat dari grafik tersebut, belum tentu penyebab perubahan tren akibat masa-masa menjelang perubahan tarif pajak yang baru. Gap terbesar di awal tahun 2007 hampir terulang (dengan selisih *gap* preferensi yang sama) di pertengahan tahun 2009. Akan tetapi, kembali menunjukkan pergeseran/perubahan preferensi investor dari *large cap* ke *small cap*. Sinyal pertama mulai ditunjukkan pada bulan Maret 2010, kemudian pada seputaran bulan Juli 2010, meski belum menggeser

preferensi investor, baru pada bulan November 2010-lah preferensi akhirnya berubah pertama kali terhitung sejak 2007.

4.1.2 Analisa Deskriptif *Small-Large Cap* Berdasarkan Pengelompokan Dividen

Setelah pengamatan dilakukan berdasarkan *time series*, kemudian analisa dilakukan pada *style position* investor berdasarkan pengelompokan kelas dividen saham dan masa *pre* dan *post* pajak dividen, seperti yang terlihat pada Tabel 4.1. Tabel 4.1 menunjukkan bahwa secara keseluruhan, portfolio investor berada pada *large cap stocks* (58,91%) dan *value stocks* (52,60%).

Analisa pertama difokuskan pada *style position small-large cap stocks*. Secara keseluruhan pada seluruh periode (2007-2011), nilai kapitalisasi saham-saham *small-cap* dan *large-cap* masing-masing berbanding 41,09% dan 58,91%. Pada periode sebelum diberlakukannya pajak, *small-cap stocks* memiliki porsi kapitalisasi yang lebih kecil (hanya 34,46%) dibandingkan dengan saham-saham *large-cap* (65,54%). Namun, setelah masa pemberlakuan tarif pajak yang baru, saham-saham *small cap* memiliki proporsi kapitalisasi yang meningkat, sekitar hampir 11% kenaikannya, sehingga perbandingan menjadi 45,39% dan 54,61%.

Lebih detail, pergeseran ini dapat dilihat per kelompok dividen. Pada masa sebelum pemberlakuan pajak, saham *small cap*, pada kelompok 0 memiliki proporsi 54,23%, sedangkan pada masa setelah pemberlakuan pajak, nilai ini naik signifikan menjadi 70,12%. Di lain pihak, saham *large-cap* mengalami penurunan yang cukup drastis dari 45,77% menjadi hanya 29,88%. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh karena saham kelompok 0 adalah kelompok saham yang tidak pernah membagikan dividen, sehingga para investor yang memegang saham ini sangat bergantung pada ekspektasi *capital gain* (*future cash flow*), sementara saham-saham yang masuk dalam kelompok kapitalisasi besar, biasanya cenderung memiliki PBV (*price to book value*) yang tinggi, dimana hal ini tentunya akan menggerus *future cash flow* investor, terutama bila nilai saham menjadi *bearish*. Oleh karena itu, penurunan tarif pajak tidak cukup mampu untuk menggeser preferensi

Tabel 4.1 *Univariate Analysis*

| Group | Capitalization (IDR) | | | | | | Style | | | | | |
|------------------------------------|----------------------|--------|-------------------|--------|-------------------|---------|-------------------|--------|-------------------|--------|-------------------|--------|
| | Small-cap | | Large-cap | | Total | | Growth | | Value | | Total | |
| | IDR | % | IDR | % | IDR | % | IDR | % | IDR | % | IDR | % |
| Full Sample Period | | | | | | | | | | | | |
| All Group | 1,408,437,708,265 | 100.00 | 2,019,306,981,062 | 100.00 | 3,427,744,689,327 | 100.00 | 1,624,887,595,419 | 100.00 | 1,802,857,093,908 | 100.00 | 3,427,744,689,327 | 100.00 |
| | 41.09 | | 58.91 | | 100.00 | | 47.40 | | 52.60 | | 100.00 | |
| Group 0 | 866,900,759,107 | 61.55 | 476,230,132,587 | 23.58 | 1,343,130,891,694 | 39.18 | 703,279,621,448 | 43.28 | 639,851,270,246 | 35.49 | 1,343,130,891,694 | 39.18 |
| | 64.54 | | 35.46 | | 100.00 | | 52.36 | | 47.64 | | 100.00 | |
| Group 1 | 82,534,178,205 | 5.86 | 102,769,410,872 | 5.09 | 185,303,589,077 | 5.41 | 84,967,803,034 | 5.23 | 100,335,786,043 | 5.57 | 185,303,589,077 | 5.41 |
| | 44.54 | | 55.46 | | 100.00 | | 45.85 | | 54.15 | | 100.00 | |
| Group 2 | 20,968,449,492 | 1.49 | 22,563,785,023 | 1.12 | 43,532,234,516 | 1.27 | 17,466,831,400 | 1.07 | 26,065,403,116 | 1.45 | 43,532,234,516 | 1.27 |
| | 48.17 | | 51.83 | | 100.00 | | 40.12 | | 59.88 | | 100.00 | |
| Group 3 | 176,981,606,106 | 12.57 | 536,036,585,335 | 26.55 | 713,018,191,441 | 20.80 | 334,834,449,323 | 20.61 | 378,183,742,118 | 20.98 | 713,018,191,441 | 20.80 |
| | 24.82 | | 75.18 | | 100.00 | | 46.96 | | 53.04 | | 100.00 | |
| Group 4 | 261,052,715,356 | 18.53 | 881,707,067,244 | 43.66 | 1,142,759,782,600 | 33.34 | 484,338,890,215 | 29.81 | 658,420,892,385 | 36.52 | 1,142,759,782,600 | 33.34 |
| | 22.84 | | 77.16 | | 100.00 | | 42.38 | | 57.62 | | 100.00 | |
| Pre Tax Period (2007-2008) | | | | | | | | | | | | |
| All Group | 465,015,444,862 | 100.00 | 884,336,971,538 | 100.00 | 1,349,352,416,400 | 100.00 | 632,981,032,120 | 100.00 | 716,371,384,280 | 100.00 | 1,349,352,416,400 | 100.00 |
| | 34.46 | | 65.54 | | 100.00 | | 46.91 | | 53.09 | | 100.00 | |
| Group 0 | 255,643,600,871 | 54.98 | 215,758,235,451 | 24.40 | 471,401,836,321 | 34.94 | 243,801,355,394 | 38.52 | 227,600,480,928 | 31.77 | 471,401,836,321 | 34.94 |
| | 54.23 | | 45.77 | | 100.00 | | 51.72 | | 48.28 | | 100.00 | |
| Group 1 | 28,909,483,266 | 6.22 | 57,545,799,159 | 6.51 | 86,455,282,424 | 6.41 | 41,834,393,639 | 6.61 | 44,620,888,785 | 6.23 | 86,455,282,424 | 6.41 |
| | 33.44 | | 66.56 | | 100.00 | | 48.39 | | 51.61 | | 100.00 | |
| Group 2 | 4,200,362,277 | 0.90 | 8,407,551,284 | 0.95 | 12,607,913,561 | 0.93 | 5,731,652,281 | 0.91 | 6,876,261,281 | 0.96 | 12,607,913,561 | 0.93 |
| | 33.32 | | 66.68 | | 100.00 | | 45.46 | | 54.54 | | 100.00 | |
| Group 3 | 66,708,846,064 | 14.35 | 172,834,538,686 | 19.54 | 239,543,384,750 | 17.75 | 117,341,086,741 | 18.54 | 122,202,298,010 | 17.06 | 239,543,384,750 | 17.75 |
| | 27.85 | | 72.15 | | 100.00 | | 48.99 | | 51.01 | | 100.00 | |
| Group 4 | 109,553,152,384 | 23.56 | 429,790,846,959 | 48.60 | 539,343,999,343 | 39.97 | 224,272,544,066 | 35.43 | 315,071,455,277 | 43.98 | 539,343,999,343 | 39.97 |
| | 20.31 | | 79.69 | | 100.00 | | 41.58 | | 58.42 | | 100.00 | |
| Post Tax Period (2009-2011) | | | | | | | | | | | | |
| All Group | 943,422,263,403 | 100.00 | 1,134,970,009,524 | 100.00 | 2,078,392,272,927 | 100.00 | 991,906,563,299 | 100.00 | 1,086,485,709,628 | 100.00 | 2,078,392,272,927 | 100.00 |
| | 45.39 | | 54.61 | | 100.00 | | 47.72 | | 52.28 | | 100.00 | |
| Group 0 | 611,257,158,236 | 64.79 | 260,471,897,137 | 22.95 | 871,729,055,372 | 41.94 | 459,478,266,054 | 46.32 | 412,250,789,319 | 37.94 | 871,729,055,372 | 41.94 |
| | 70.12 | 9.82 | 29.88 | (1.45) | 100.00 | 7.01 | 52.71 | | 47.29 | | 100.00 | |
| Group 1 | 53,624,694,939 | 5.68 | 45,223,611,714 | 3.98 | 98,848,306,653 | 4.76 | 43,133,409,395 | 4.35 | 55,714,897,258 | 5.13 | 98,848,306,653 | 4.76 |
| | 54.25 | (0.53) | 45.75 | (2.52) | 100.00 | (1.65) | 43.64 | | 56.36 | | 100.00 | |
| Group 2 | 16,768,087,215 | 1.78 | 14,156,233,740 | 1.25 | 30,924,320,954 | 1.49 | 11,735,179,119 | 1.18 | 19,189,141,835 | 1.77 | 30,924,320,954 | 1.49 |
| | 54.22 | 0.87 | 45.78 | 0.30 | 100.00 | 0.55 | 37.95 | | 62.05 | | 100.00 | |
| Group 3 | 110,272,760,041 | 11.69 | 363,202,046,649 | 32.00 | 473,474,806,690 | 22.78 | 217,493,362,582 | 21.93 | 255,981,444,108 | 23.56 | 473,474,806,690 | 22.78 |
| | 23.29 | (2.66) | 76.71 | 12.46 | 100.00 | 5.03 | 45.94 | | 54.06 | | 100.00 | |
| Group 4 | 151,499,562,972 | 16.06 | 451,916,220,285 | 39.82 | 603,415,783,257 | 29.03 | 260,066,346,149 | 26.22 | 343,349,437,108 | 31.60 | 603,415,783,257 | 29.03 |
| | 25.11 | (7.50) | 74.89 | (8.78) | 100.00 | (10.94) | 43.10 | | 56.90 | | 100.00 | |

proporsi portfolio investor seperti yang ada dalam hipotesa, dimana investor yang hanya berharap pada *return capital gain* akan tetap selalu ada.

Pergeseran proporsi ini juga memiliki tren yang sama pada kelompok yang lain. Pada kelompok 1, saham-saham pada kelompok 1 mengalami penurunan dari 6,41% menjadi 4,76%. Penurunan ini lebih disebabkan oleh penurunan pada kelompok *small cap* dan *large cap*, namun diantara keduanya komponen saham berkapitalisasi besarlah yang memiliki penurunan lebih besar.

Pada saham kelompok 2, kelompok saham ini mengalami kenaikan proporsi sewaktu setelah pemberlakuan pajak dibanding sebelum pemberlakuan, meskipun nilai kenaikannya tidak terlalu besar, yakni dari 0,93% menjadi 1,49%, akan tetapi dilihat analisa *small-large cap*nya, baik komponen proporsi portfolio investor di saham-saham *small cap* dan *large cap* sama-sama mengalami kenaikan, meskipun nilainya tipis, dan nilai kenaikan pada saham berkapitalisasi pasar kecil justru lebih besar dibandingkan saham yang berkapitalisasi pasar besar. Hal ini berarti, diantara saham yang membagikan dividen yang tidak rutin, investor lebih menyukai kelompok saham yang memiliki tingkat *dividend yield* yang tinggi. Sementara untuk penjelasan perubahan preferensi antara saham *small-large cap*, sama seperti pendugaan sebelumnya.

Di lain pihak, saham-saham pada kelompok dividen ketiga, justru yang mengalami tingkat kenaikan proporsi terbesar dibandingkan kenaikan pada saham-saham kelompok lain (setelah kenaikan pada kelompok dividen 0), yakni dari 17,75% menjadi 22,78%). Terdapat kemungkinan bahwa hal ini terjadi dikarenakan penurunan tarif pajak berhasil menstimulus investor untuk menggeser preferensinya pada kelompok saham yang memiliki kinerja *dividend yield*, terutama pada kelompok dividen 3 ini. Pada kelompok ini, perubahan proporsi *small-large cap* menunjukkan tren yang berbeda dibandingkan pada kelompok lainnya. Saham golongan *small-cap* mengalami penurunan proporsi dari 27,85% menjadi 23,29%, sedangkan saham *large-cap* mengalami sedikit kenaikan dari 72,15% menjadi 76,71%. Kemungkinan, investor bersedia membayar lebih (karena nilai PBV yang lebih tinggi pada

saham-saham *large-cap*) asalkan bisa mendapatkan kepastian pembagian dividen (*return* yang lebih pasti).

Pada kelompok dividen terakhir ini, disinilah letak kapitalisasi pasar terbesar kedua (setelah kelompok dividen 0). Kelompok dividen 4 memiliki penguasaan kapitalisasi pasar lebih dari 29%, meski nilai ini turun dari yang sebelumnya hampir 40%. Saham *small-cap* mengalami penurunan dari yang semula 23,56% berubah menjadi 16,06%, sedangkan saham *large-cap* turun dari yang semula 48,60% menjadi 39,82%. Penurunan proporsi pada saham *large-cap* ini dikarenakan terjadi pergeseran preferensi ke saham kelompok dividen 3 (yang terbesar) dan kelompok 2. Sementara untuk penurunan yang terjadi di saham *small cap* dikarenakan bergeser sebagian kecil ke kelompok saham 2, dan yang terbesar adalah berpindah ke kelompok dividen 0. Untuk hal ini, tidak dapat diketahui alasannya mengingat keterbatasan asumsi yang digunakan dalam penelitian ini. Sedangkan untuk proporsi portfolio di kelompok dividen 4 ini juga mengalami pergeseran, yakni pada komponen *small cap* mengalami kenaikan proporsi menjadi 25,11%, sedangkan pada *large cap* menurun menjadi 74,89%.

Dalam ringkasan garis besar, dapat dilihat pada proporsi saham total berdasarkan *group*, yang dibandingkan pada masa sebelum dan sesudah pemberlakuan tarif baru. Pada masa pra pemberlakuan, perbandingan proporsi kelompok 0 sampai dengan 4, masing-masing adalah 34,94 : 6,41 : 0,93 : 17,75 : 39,97. Sedangkan untuk masa setelah pemberlakuan dari kelompok dividen 0 sampai dengan 4 secara berturut-turut 41,94 : 4,76 : 1,49 : 22,78 : 29,03. Sehingga, dapat dibuat kesimpulan bahwa setelah adanya penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen, preferensi portfolio investor bergeser (mulai urutan terbesar) dari kelompok dividen 4 dan 1 ke kelompok dividen 0, 3, dan 2. Berarti, untuk pergeseran preferensi investor ke kelompok dividen 0, bertentangan dengan hipotesa; penurunan/pergeseran preferensi dari kelompok dividen 1, sesuai dengan hipotesa; kenaikan akibat pergeseran preferensi investor ke kelompok 2 dan 3, sesuai dengan hipotesa, dimana ternyata, secara agregat, saham-saham dengan kinerja pembagian dividen yang rutin, meskipun dengan *dividend yield* yang rendah lebih disukai dibandingkan

saham dengan kinerja pembagian yang tidak rutin, namun dengan tingkat *dividend yield* yang tinggi; sedangkan penurunan akibat perpindahan preferensi investor di kelompok dividen 4, bertentangan dengan hipotesa (berdasarkan kapitalisasi secara agregat).

Lebih detail, kenaikan preferensi yang terjadi di saham dengan kinerja dividen pada kelompok 0 disebabkan oleh kenaikan pada portfolio di saham-saham golongan *small cap*, dan bukan *large cap* (justru menurun). Sedangkan penurunan yang terjadi pada kelompok dividen 1 dikarenakan penurunan portfolio investasi, baik di saham golongan *small cap* maupun *large cap*, namun penurunan terbesar terjadi di saham golongan *large cap* (bertentangan dengan hipotesa, dimana diharapkan bahwa penurunan yang lebih besar terjadi pada proporsi di portfolio saham *small cap* dibandingkan *large cap*). Untuk kenaikan preferensi di saham kelompok dividen 2, disebabkan oleh kenaikan pada proporsi portfolio saham *small cap* dan *large cap*, dengan kenaikan yang lebih besar terjadi pada saham *small cap* (sesuai dengan hipotesa, yakni kenaikan/pergeseran preferensi investor di kelompok dividen ini, kenaikan pada proporsi *small cap* lebih besar dari proporsi *large cap*). Sementara pada kelompok dividen 3, perpindahan preferensi ke kelompok ini dikarenakan terjadinya kenaikan preferensi pada portfolio saham golongan *large cap* dan bukan *small cap* (sebaliknya, mengalami penurunan). Sedangkan untuk kelompok 4, pergeseran preferensi investor dari kelompok ini disebabkan karena penurunan portfolio baik di kelompok saham *small cap* maupun *large cap*. Berdasarkan analisa deskriptif ini, maka dapat disimpulkan bahwa berdasarkan penggolongan *small-large cap*, penurunan tarif pajak dividen memiliki pengaruh dalam perubahan preferensi investor.

4.1.3 Analisa Deskriptif *Growth-Value* Berdasarkan Pengelompokan Dividen

Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya bahwa pengelompokan saham *growth-value* berdasarkan kinerja *return* saham di pasar, yang dihitung berdasarkan rata-rata mingguan dalam satu bulan. Secara total, investor yang memiliki portfolio pada saham-saham golongan *value* (52,60%) lebih besar

dibandingkan portfolio pada saham golongan *growth* (47,40%), meskipun perbedaannya tidaklah terlalu signifikan.

Pada saham di kelompok dividen 0, sebelum masa pemberlakuan pajak, kelompok *growth* memiliki proporsi kepemilikan saham sebesar 51,72% dan naik 0,99% menjadi 52,71%. Sebaliknya, saham kelompok *value* turun dari yang semula 48,28% menjadi 47,29%. Pada kelompok saham 1, perubahan proporsi portfolio terjadi berkebalikan, yakni pada proporsi portfolio *small cap* menurun, sedang pada *large cap* meningkat. Perubahan proporsi yang sama juga terjadi pada kelompok dividen 2 dan 3, sementara untuk kelompok dividen 4 terjadi sebaliknya (meningkat pada *small cap* dan menurun pada *large cap*). Dengan demikian ternyata, investor yang masih tetap memiliki portfolio investasi saham pada saham-saham di kelompok dividen 1, 2, dan 3 lebih mengapresiasi saham-saham yang memiliki kinerja di atas rata-rata kinerja pasar daripada yang dibawah, sementara untuk kelompok dividen 0 dan 4 adalah sebaliknya.

Dilihat dari pergeseran portfolio investasi dari keseluruhan investor, untuk saham dengan kinerja dividen di kelompok 0, terjadi kenaikan portfolio, baik untuk saham golongan *growth* dan *value*, masing-masing sebesar 7,81% dan 6,17% menjadi 46,32% dan 37,94%. Untuk saham kelompok 1, penurunan preferensi lebih besar terjadi pada saham golongan *growth* dibandingkan saham kategori *value* (sesuai dengan hipotesa). Sedangkan untuk saham kelompok 2 dan 3 memiliki pola yang sama, yakni sama-sama mengalami kenaikan dengan kenaikan yang lebih besar terjadi pada saham-saham kategori *leading (value)* daripada saham-saham *lagging (growth)*, akan tetapi perubahan yang lebih besar terjadi pada kelompok 3. Dan untuk kelompok 4 yang mengalami penurunan portfolio, baik pada kategori saham *growth* dan *value* sama-sama mengalami penurunan, dimana penurunan yang lebih besar terjadi pada saham-saham berkinerja di atas rata-rata kinerja pasar.

Bila diperhatikan secara menyeluruh, maka sebenarnya proporsi portfolio dari masing-masing kelompok dividen hampir terbagi rata, maka seperti yang terlihat pada Gambar 4.1, secara garis besar *style pair growth-value* ini memiliki kecenderungan yang jauh lebih berfluktuasi dibandingkan

dengan *style pair small cap-large cap*. Investor dapat dengan mudah mengganti preferensinya begitu saja dari suatu kategori tertentu ke kategori lainnya, sehingga terdapat kemungkinan besar bahwa bila dilihat dari *style pair* ini, investor yang berada di dalamnya adalah *noise trader* atau hanya kebetulan membentuk *style pair* tersebut karena alasan lebih melihat pada *return* dividen akibat stimulus penurunan tarif pajak dividen.

4.2 *Multivariate Analysis*

4.2.1 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 0

Pada model pertama yang diuji pada semua periode (2007-2011), variabel *small*tax* dan *value*tax* menunjukkan hasil yang signifikan, dimana kedua variabel tersebut menunjukkan hubungan yang positif terhadap *position of style* investor. Hal ini berarti, investor individu dengan proporsi portfolio pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil (*small-cap*) justru akan meningkatkan proporsi portfolio pada saham-saham *small-cap* setelah adanya pemberlakuan tarif pajak yang baru. Sementara itu, investor dengan proporsi penempatan portfolio pada saham-saham dengan kinerja pasar di atas rata-rata, akan menaikkan proporsi portfolio investasi di saham-saham *leading* setelah adanya penurunan tarif pajak dividen. Dari hasil ini, maka hipotesa awal ditolak. Dimana, hipotesa mengharapkan bahwa terdapat hubungan yang negatif—setelah adanya pemberlakuan tarif pajak yang baru, investor yang semula memiliki preferensi investasi pada kelompok saham-saham yang tidak membagikan dividen, akan menggeser preferensinya pada saham-saham yang memiliki *dividend yield performance*.

Selain itu, variabel *large*tax* juga menunjukkan hubungan yang positif dengan POS, meskipun tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa investor dengan proporsi portfolio pada saham-saham dengan kapitalisasi besar (*large-cap*), justru akan menaikkan porsi ini setelah adanya pemberlakuan tarif yang baru. Meskipun pemberlakuan tarif baru ini tidak berpengaruh signifikan, namun hipotesa awal yang mengharapkan hubungan negatif berarti ditolak. Berbeda dengan variabel *growth*tax*, yang justru memiliki koefisien negatif meskipun tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi (POS). Variabel ini

Tabel 4.2 Output Regresi Kelompok Dividen 0

| | Model I | | Model II | | Model III | |
|------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | Coefficient | P | Coefficient | P | Coefficient | P |
| All Period | | | | | | |
| Cons | (0.5265) | 0.927 | (2.0406) | 0.659 | (0.2596) | 0.964 |
| Small*tax | 27.1564 | 0.013 | 29.7457 | 0.000 | | |
| Large*tax | 0.7069 | 0.967 | (5.4523) | 0.658 | | |
| Growth*tax | (19.2207) | 0.138 | (20.9720) | 0.012 | | |
| Value*tax | 63.4278 | 0.003 | 69.4614 | 0.000 | | |
| Small | (0.3816) | 0.974 | | | 17.5878 | 0.056 |
| Large | (10.0081) | 0.524 | | | (9.5199) | 0.437 |
| Growth | (1.5477) | 0.878 | | | (13.0516) | 0.043 |
| Value | 6.4237 | 0.689 | | | 37.0994 | 0.001 |
| Size | 4.6798 | 0.000 | 4.4653 | 0.000 | 4.8891 | 0.000 |
| Vol | (157.7071) | 0.002 | (168.0429) | 0.000 | (178.3187) | 0.000 |
| R2 | 0.0071 | | 0.0071 | | 0.0052 | |
| F Prob. | 0.0000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |
| N | 13,620 | | 13,620 | | 13,620 | |
| Pre Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | 1.4140 | 0.004 |
| Small | | | | | 0.8681 | 0.329 |
| Large | | | | | (3.8911) | 0.001 |
| Growth | | | | | 0.3240 | 0.508 |
| Value | | | | | 2.2925 | 0.012 |
| Size | | | | | 0.3048 | 0.002 |
| Vol | | | | | (1.5616) | 0.667 |
| R2 | | | | | 0.0068 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 5,448 | |
| Post Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | (2.9356) | 0.764 |
| Small | | | | | 28.5724 | 0.065 |
| Large | | | | | (0.2567) | 0.990 |
| Growth | | | | | (24.8721) | 0.022 |
| Value | | | | | 63.0559 | 0.002 |
| Size | | | | | 7.3221 | 0.000 |
| Vol | | | | | (316.3545) | 0.001 |
| R2 | | | | | 0.008 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 8,172 | |

Tabel 4.3 Analisa Regresi Kelompok Dividen 0

| Keterangan | Pengaruh | Keterangan | Hubungan Pengaruh | Keterangan |
|---|------------------|--------------------------------------|-------------------|--------------------------------------|
| Small*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁ | + | Tidak sesuai hipotesa H ₂ |
| Large*tax | Tidak signifikan | Tidak sesuai hipotesa H ₁ | + | Tidak sesuai hipotesa H ₂ |
| Growth*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁ | - | Sesuai hipotesa H ₂ |
| Value*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁ | + | Tidak sesuai hipotesa H ₂ |
| Kenaikan small*cap > kenaikan large*cap | | | | Tidak sesuai hipotesa H ₃ |

Keterangan:

- 1) Pajak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 0 dalam kategori penempatan proporsi portfolio investasi pada saham-saham berkapitalisasi pasar kecil, saham dengan kinerja di bawah rata-rata kinerja pasar, serta yang kinerjanya di atas rata-rata kinerja pasar. Sebaliknya, menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap kategori penempatan proporsi portfolio di saham-saham kelompok *large cap*.
- 2) Hubungan pengaruh pajak terhadap keputusan investasi investor individu berdasarkan kategori proporsi portfolio di saham-saham *small cap*, *large cap*, dan *leading (value)* adalah positif, dimana setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, justru menaikkan proporsi portfolio investasi investor pada ketiga kategori kelompok saham tersebut. Sementara itu, untuk saham kategori *growth*, setelah terjadi penurunan tarif pajak dividen, proporsi portfolio investor menjadi turun.
- 3) Besarnya kenaikan pada proporsi portfolio investasi investor untuk kategori saham *small cap* lebih besar dibandingkan yang terjadi pada saham-saham *large cap*.

mengindikasikan bahwa investor yang sebelumnya memiliki preferensi penempatan bagian portfolionya pada saham-saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar, akan cenderung menurunkan proporsi penempatan ini

setelah adanya pemberlakuan tarif pajak yang baru. Hal ini berarti sesuai dengan hipotesa awal.

Apabila dilihat pada variabel *growth*, investor dalam kurun waktu 2007-2011, memang cenderung kurang tertarik dalam penempatan portfolio pada saham-saham *lagging*. Dengan nilai probabilitas (P) yang sama-sama tidak signifikan, namun nilai koefisien pada variabel *growth*tax* lebih besar (-19,22) dibandingkan variabel *growth* (-1,55), selain nilai probabilitas *growth*tax* yang lebih kecil (0,138) dibandingkan dengan variabel *growth* (0,878). Dengan hasil yang konsisten ini, mengindikasikan bahwa ada sedikit perubahan preferensi penempatan portfolio investor pada saham-saham *lagging* (*growth*) setelah adanya penurunan tarif pajak, namun dengan pengaruh yang tidak signifikan.

Di lain pihak, variabel *small*, *large*, dan *growth* menunjukkan hubungan pengaruh yang negatif, serta tidak signifikan. Artinya, seiring dengan berjalannya waktu, investor pada preferensi di kelompok dividen 0 (saham-saham *non dividend yield performance*), akan menurunkan proporsi portfolio investasinya pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil (*small-cap*). Variabel (*small*) ini sesuai dengan ekspektasi, dimana proporsi portfolio saham untuk investor dengan preferensi pada saham kelompok dividen 0 memiliki hubungan yang negatif, meskipun pengaruhnya tidaklah signifikan. Hal ini dikarenakan, investor yang hanya bisa berharap *return* dari *capital gain* mementingkan likuiditas dari suatu saham. Berbeda dengan variabel *large* yang seharusnya diharapkan untuk memiliki hubungan yang positif, dalam kurun 2007-2011, investor dalam kelompok dividen 0 justru menurunkan proporsi portfolio investasinya pada saham-saham berkapitalisasi besar (*large*). Baik pada saham-saham berkapitalisasi besar maupun kecil, investor kelompok dividen 0 menurunkan proporsi portfolio sahamnya (terutama pada saham-saham kapitalisasi besar). Bila dibandingkan dengan variabel pajak untuk kategori yang sama (*small*tax* dan *large*tax*), hasilnya justru berkebalikan, terlebih untuk variabel *small*tax* yang melesit signifikan dan nilai koefisien yang lebih besar. Dalam *sign* ekspektasi di Bab 3, variabel *small* dan *large* masing-masing seharusnya memiliki korelasi negatif dan

positif, dimana setelah berlakunya tarif pajak yang baru, dua variabel ini (lihat variabel *small*tax* dan *large*tax*) seharusnya memiliki pengaruh negatif terhadap POS, terutama yang terjadi dengan variabel *small*tax*. Fenomena penyebab hal ini tidak dapat dijelaskan oleh Peneliti, selain karena batasan dalam penelitian ini (namun penjelasan kemungkinan yang lain, yang masih bisa diperkirakan, dapat dilihat pada analisa di subbab selanjutnya).

Variabel *growth*, telah sesuai dengan hipotesa, dimana diharapkan memiliki hubungan pengaruh negatif terhadap POS investor kelompok dividen 0, dikarenakan investor dengan sumber *return* yang hanya berasal dari *capital gain*, seharusnya lebih menyukai saham-saham dengan kinerja diatas rata-rata kinerja pasar. Pada variabel *growth*tax*, meskipun sama-sama menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap keputusan investasi, namun nilai koefisien pada *growth*tax* (-19,22) jauh lebih besar dibandingkan nilai koefisien variabel *growth* (-1,55), serta nilai P yang lebih kecil. Hal ini sesuai dengan hipotesa (dan ekspektasi), dimana untuk saham-saham *lagging (growth)*, investor kelompok dividen 0 akan mengurangi bagian proporsi portfolionya, terutama setelah adanya penurunan tarif pajak yang baru.

Variabel *value* sesuai dengan ekspektasi, dimana untuk investor yang tidak mendapatkan pembagian dividen, akan meningkatkan proporsi portfolio investasinya pada saham-saham yang memiliki kinerja di atas kinerja pasar (*value*), meskipun pengaruh ini tidaklah signifikan terhadap pembuatan keputusan investasi. Namun, setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru (*value*tax*), pajak justru berpengaruh signifikan, namun dengan hubungan yang positif, bertentangan dengan hipotesa yang mengharapkan hubungan negatif. Nilai koefisien antara dua variabel ini bertentangan secara drastis, termasuk dalam hubungan signifikansinya. Sampai dengan analisa di titik ini, fenomena ini tidak dapat dijelaskan oleh Peneliti, selain karena alasan batasan penelitian (lihat analisa subbab selanjutnya untuk tambahan penjelasan yang lebih memungkinkan).

Di lain pihak, variabel *size* dan volatilitas (*vol*) menunjukkan hasil yang sesuai dengan ekspektasi, yakni investor kelompok dividen 0, secara keseluruhan memiliki preferensi untuk berinvestasi pada saham-saham dengan

nilai kapitalisasi pasar yang besar, serta cenderung menghindari saham-saham dengan tingkat risiko (volatilitas) yang tinggi. Selain itu, dua variabel ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap POS.

Dalam model kedua, hanya digunakan variabel pajak, *size* dan volatilitas yang diujikan pada semua periode, *pre tax* (2007-2008) dan *post tax period* (2009-2011). Hasil yang diperoleh adalah semua variabel memiliki pengaruh yang signifikan kecuali variabel *large*tax*. Untuk variabel *size* dan volatilitas sesuai dengan hipotesa, yakni masing-masing memiliki hubungan yang positif dan negatif terhadap POS dan berpengaruh signifikan.

Untuk variabel *small*tax*, *growth*tax*, dan *value*tax* selaras dengan hasil yang diperoleh pada model pertama, dimana setelah terjadi pemberlakuan tarif yang baru, investor menaikkan proporsi portfolio pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil dan saham-saham dengan kinerja diatas rata-rata kinerja pasar, namun menurunkannya pada saham-saham dengan kinerja dibawah rata-rata kinerja pasar. Kecuali pada variabel *growth*tax*, dengan mengeluarkan variabel kontrol *style-level* investor, membuat penurunan tarif pajak terhadap investor dengan *style* yang memiliki preferensi investasi pada saham-saham *lagging*, berubah menjadi berpengaruh signifikan. Jadi, dalam hal ini, hanya variabel *large*tax* dan *growth*tax* yang sesuai dengan hipotesa. Namun, penyebab mengapa setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, justru menaikkan proporsi portfolio saham investor pada saham-saham *small-cap* dan *leading*, hal ini tidak dapat dijelaskan oleh Peneliti.

Untuk menguji seluruh variabel kontrol yang lain dengan tidak mengikutsertakan variabel independen, maka dilakukan regresi pada model III. Variabel *small* menunjukkan bahwa investor pada kelompok dividen 0 cenderung akan meningkatkan proporsi portfolio investasinya pada saham-saham *small-cap*, menurunkannya pada saham-saham *large-cap* dan *lagging* (*growth*), serta menaikkannya pada saham-saham *leading* (*value*). Dari empat variabel tersebut, hanya variabel *growth* dan *value* yang memiliki pengaruh signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa untuk golongan investor yang berkesempatan memperoleh *return* hanya pada *capital gain* saja, *return*

capital gain lebih penting bagi investor, dimana investor akan berusaha untuk menyusun portfolio investasinya dengan preferensi pada saham-saham yang memiliki kinerja diatas pasar, dibandingkan yang dibawah, baik itu dengan cara menyusunnya pada saham-saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang kecil ataupun besar.

Secara keseluruhan, dengan membandingkan ketiga model tersebut, ternyata dengan menambah jumlah variabel, mampu menaikkan nilai R^2 , sehingga dapat dianggap bahwa dengan penambahan jumlah variabel, mampu menjelaskan pengaruh hubungan pajak terhadap keputusan investasi investor kelompok dividen 0 dengan lebih baik.

Dari ketiga model yang menggunakan keseluruhan periode, baik *pre tax* maupun *post tax*, variabel kontrol *size* dan volatilitas menunjukkan hasil yang sesuai dengan ekspektasi (hubungan mempengaruhi yang sesuai ekspektasi). Namun, bila dilihat dari besarnya koefisien, bila Model III dibandingkan dengan Model I dan kemudian Model II, maka variabel *size* yang diharapkan memiliki hubungan pengaruh yang positif, mengalami penurunan koefisien, yang berarti hal ini cukup menjelaskan secara teknis, mengapa setelah pemberlakuan tarif yang baru justru lebih menaikkan proporsi portfolio investor pada saham-saham *small-cap* secara signifikan daripada pada *large-cap* meski tidak signifikan.

Dari ketiga model hasil output regresi pada investor kelompok dividen 0, dapat disimpulkan bahwa pajak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi, namun berlawanan dengan hipotesa. Pajak seharusnya memiliki pengaruh yang negatif terhadap keputusan investasi investor individu pada kelompok dividen 0, atau dengan kata lain, diharapkan agar dapat menggeser preferensi investasi investor kelompok dividen 0 (*non dividend yield performance shares*) ke kelompok saham yang membagikan dividen (*dividend yield performance shares*). Untuk saham-saham *small-cap* dan *large-cap*, diharapkan bahwa pajak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap proporsi penempatan portfolio investor, dengan penurunan terbesar terjadi pada saham-saham *small-cap* dibandingkan *large-cap*, meskipun yang terjadi justru sebaliknya. Sementara itu, untuk saham-saham *growth-value*,

yang diharapkan adalah pajak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi investor kelompok dividen 0, dimana penurunan terbesar terjadi pada penempatan proporsi portfolio investasi saham-saham *lagging (growth)* dibandingkan saham *leading (value)*. Untuk saham *growth* telah sesuai dengan ekspektasi (lihat Model I) dan berpengaruh signifikan (lihat Model II dan Model III *post tax period*), sementara investor dengan *style value* justru bergerak sebaliknya. Sehingga, ini berarti, untuk investor-investor yang memiliki penempatan portfolio investasi pada saham-saham non *dividend yield performance, capital gain* yang tinggi sangat penting. Namun penyebab, mengapa justru proporsi ini meningkat signifikan setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, hal ini yang tidak dapat dijelaskan dalam penelitian ini.

4.2.2 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 1

Kelompok dividen 1 adalah untuk saham-saham yang terkategori dalam saham dengan pembagian dividen yang tidak rutin serta dengan *dividend yield* yang rendah. Pada Model I, dapat terlihat bahwa pajak berpengaruh signifikan terhadap proporsi penempatan portfolio saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil (*small-cap*), saham-saham *lagging (growth)*, serta saham-saham *leading (value)*. Pada *small*tax*, pajak berpengaruh signifikan dan memiliki hubungan yang positif, yang berarti investor kelompok ini, setelah ada penurunan tarif pajak, menaikkan proporsi portfolio investasinya di saham-saham berkapitalisasi pasar kecil. Secara normal, tanpa pengaruh pajak, proporsi portfolio investasi saham menurun dalam kalangan investor ini dan memberikan pengaruh signifikan (lihat Model I, koefisien = -0,27, $R^2 = 0,0923$), dan penurunan ini terlihat lebih besar tanpa memasukkan variabel pajak (lihat Model III, koefisien = -1,31, $R^2 = 0,1065$). Jadi, dengan memasukkan variabel pajak, justru menurunkan tingkat penjelasan variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel POS. R^2 terbesar ternyata didapat dengan memisahkan periode *post tax* dengan variabel *pre tax*, yakni sebesar 0,1789. Sebelum periode pemberlakuan tarif pajak baru, proporsi portfolio saham *small-cap* turun -0,18 dan tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan setelah periode pemberlakuan tarif yang

Tabel 4.4 Output Regresi Kelompok Dividen 1

| Keterangan | Model I | | Model II | | Model III | |
|------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | Coefficient | P | Coefficient | P | Coefficient | P |
| All Period | | | | | | |
| Cons | 0.0482 | 0.103 | -.1013424 | 0.000 | 0.0994 | 0.000 |
| Small*tax | 0.1416 | 0.014 | (0.1432) | 0.135 | | |
| Large*tax | -.0992113 | 0.303 | .8964232 | 0.001 | | |
| Growth*tax | 0.1258 | 0.014 | 0.2160 | 0.031 | | |
| Value*tax | 0.1959 | 0.032 | 0.7089 | 0.01 | | |
| Small | -.2714484 | 0.000 | | | -1.307633 | 0.000 |
| Large | -.1736276 | 0.163 | | | -2.05906 | 0.000 |
| Growth | -.0553893 | 0.331 | | | 0.2141 | 0.006 |
| Value | -.1176826 | 0.302 | | | 0.4470 | 0.031 |
| Size | 0.1498 | 0.000 | 0.6633 | 0.000 | 0.8310 | 0.000 |
| Vol | -0.054031 | 0.511 | (4.6274) | 0.000 | 1.2011 | 0.101 |
| R2 | 0.0923 | | 0.0894 | | 0.1065 | |
| F Prob. | 0.0000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |
| N | 13,620 | | 13,620 | | 13,620 | |
| Pre Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | 0.0279 | 0.238 |
| Small | | | | | -.1815187 | 0.064 |
| Large | | | | | -.5153987 | 0.005 |
| Growth | | | | | -.1781129 | 0.008 |
| Value | | | | | 0.0921 | 0.597 |
| Size | | | | | 0.3123 | 0.000 |
| Vol | | | | | 0.2294 | 0.661 |
| R2 | | | | | 0.0589 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 5,448 | |
| Post Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | 0.1988 | 0.000 |
| Small | | | | | -2.746328 | 0.000 |
| Large | | | | | -3.940554 | 0.000 |
| Growth | | | | | 0.4137 | 0.000 |
| Value | | | | | 0.5516 | 0.087 |
| Size | | | | | 1.4694 | 0.000 |
| Vol | | | | | 4.8486 | 0.000 |
| R2 | | | | | 0.1789 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 8,172 | |

Tabel 4.5 Analisa Regresi Kelompok Dividen 1

| Keterangan | Pengaruh | Keterangan | Hubungan Pengaruh | Keterangan |
|--|------------------|--------------------------------------|-------------------|--------------------------------------|
| Small*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₅ | - | Sesuai hipotesa H ₆ |
| Large*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₅ | - | Sesuai hipotesa H ₆ |
| Growth*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₅ | + | Tidak sesuai hipotesa H ₆ |
| Value*tax | Tidak signifikan | Tidak sesuai hipotesa H ₅ | + | Tidak sesuai hipotesa H ₆ |
| Penurunan proporsi portfolio large*cap > small*cap | | | | Tidak sesuai hipotesa H ₈ |
| Kenaikan proporsi portfolio growth*tax > value*tax | | | | Tidak sesuai hipotesa H ₉ |

Keterangan:

- 1) Pajak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 1 dalam kategori penempatan proporsi portfolio investasi pada saham-saham berkapitalisasi pasar kecil dan besar, serta yang memiliki kinerja di bawah rata-rata kinerja pasar (*growth*). Selain itu, juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap kategori penempatan proporsi portfolio di saham yang memiliki kinerja di atas rata-rata.
- 2) Hubungan pengaruh pajak terhadap keputusan investasi investor individu berdasarkan kategori proporsi portfolio di saham-saham *growth* dan *leading (value)* adalah positif, dimana setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, justru menaikkan proporsi portfolio investasi investor pada kedua kategori kelompok saham tersebut. Sementara itu, untuk saham kategori *small cap* dan *large cap*, setelah terjadi penurunan tarif pajak dividen, proporsi portfolio investor menjadi turun.
- 3) Besarnya penurunan pada proporsi portfolio investasi investor untuk kategori saham *large cap* lebih besar dibandingkan yang terjadi pada saham-saham *small cap*.
- 4) Besarnya kenaikan pada proporsi portfolio investasi investor untuk kategori saham *growth* relatif lebih besar dibandingkan yang terjadi pada saham *leading (value)*.

baru, proporsi portfolio *small-cap* menjadi berpengaruh signifikan selain dengan koefisien yang lebih besar (-2,75). Koefisien negatif ini, mengindikasikan adanya pergeseran ke kelompok dividen yang lain, entah bergeser pada kelompok dividen 0 (karena bernilai positif dan besar) atau pada kelompok dividen yang lain yang bernilai positif (kelompok 4). Bila dibandingkan, maka kemungkinan besar yang terjadi adalah terjadi pergeseran preferensi *small-cap* ke investor di kelompok dividen 0, yang berarti juga bertentangan dengan hipotesa.

Untuk kelompok dividen 1 ini, diduga bahwa investor dalam kelompok ini mengharapkan *return* dalam bentuk *capital gain* yang melebihi dari ekspektasi *return* dividennya. Sehingga hipotesa yang dibuat seperti yang dicantumkan dalam bab 3, apabila pajak berpengaruh signifikan dalam kelompok ini, maka akan terjadi pergeseran preferensi investor kelompok ini ke kelompok dividen 2, 3, dan/atau 4. Dan pengaruh (pajak) negatif yang diharapkan terjadi pada investor di kelompok dividen 1 akan lebih kecil dibandingkan yang terjadi di kelompok 0. Sehingga, untuk *small-cap*, secara parsial sesuai dengan hipotesa yang mengharapkan hubungan yang negatif (dan dipengaruhi secara signifikan—lihat Model III bagian *post tax period*), dan sisanya, yakni pergeseran preferensi ini yang diduga kuat beralih ke kelompok dividen 0 bertentangan dengan hipotesa. Namun demikian, hal ini membuat apa yang tidak dapat dijelaskan pada subbab 4.2.1 menjadi lebih jelas secara teknis. Kelompok investor dengan preferensi yang signifikan untuk mendapatkan *return* dari *capital gain* semata akan terus ada.

Dari hasil output regresi di ketiga model di *all period* ditambah pada *pre* dan *post tax period*, *large-cap* dengan hasil yang signifikan ditunjukkan oleh Model II dan Model III, termasuk di *post tax period* ($R^2 = 0,18$), dengan nilai koefisien -3,94. Jadi untuk *style pair small-cap* dan *large-cap*, terjadi penurunan proporsi portfolio. Investor kelompok ini menjadi lebih kurang tertarik untuk mengatur penempatan proporsi portfolionya berdasarkan kapitalisasi pasar sahamnya. Namun yang lebih menarik disini adalah tingkat penurunan yang terjadi lebih besar setelah adanya tarif pajak yang baru, yakni pada *large-cap* dibandingkan *small-cap*. Di lain pihak, untuk proporsi

portfolio saham kelompok *growth* memiliki koefisien positif yang signifikan, meski tidak besar (0,41), sementara untuk saham kelompok *value* tidaklah signifikan, namun berpengaruh positif.

Untuk di kelompok *style pair growth-value* sendiri, investor sama-sama menaikkan proporsi portfolio investasinya, terutama pada saham-saham kelompok *growth* ($P = 0,000$). Apabila hal ini dibandingkan dengan nilai koefisien dan probabilitas yang ada di kelompok 0, maka dapat diduga yang terjadi adalah investor kelompok 1 yang berkesempatan mendapatkan *return* dalam bentuk dividen lebih kurang memperhatikan kinerja pasar dari saham bersangkutan dibandingkan dengan investor kelompok 0 yang tidak bisa mendapatkan sumber *return* lain selain *capital gain*. Investor di kelompok ini, lebih rasional dalam menyusun proporsi portfolio sahamnya berdasar kapitalisasi pasarnya, namun juga mengurangi proporsi portfolionya berdasarkan kapitalisasi pasar. Di lain pihak, investor golongan ini kurang cukup mementingkan tingkat risiko/volatilitas dari suatu saham sebagai dasar pembuatan keputusannya. Meski kurang memperhatikan, namun yang terjadi adalah investor dalam kelompok menaikkan proporsi portfolionya berdasarkan kinerja saham bersangkutan. Sehingga hal ini cukup menjelaskan alasan di atas bahwa mungkin para investor ini juga mengandalkan *return* berupa dividen dari investasi yang ditanamkannya. Kemungkinan lainnya, investor dalam kelompok ini adalah kelompok investor yang lebih *risk taker* atau *noise trader*, mengingat karakteristik dari saham di kelompok dividen ini yang sangat tanggung (tidak rutin dan *dividend yield* rendah). Perhatikan pula nilai variabel *size* dan volatilitas yang positif. Dari hasil ini, mengindikasikan bahwa investor kelompok dividen 0 lebih efisien dan rasional (dibandingkan investor kelompok dividen 1) dalam mengelola proporsi portfolio investasinya (terutama dalam hal upaya memaksimalkan potensi *capital gain*nya).

Kesimpulan yang bisa dihasilkan dari analisa ini secara keseluruhan adalah pajak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu pada kelompok dividen 1, namun investor cenderung untuk mengurangi proporsi portfolio investasinya dengan berdasarkan kapitalisasi pasar saham bersangkutan, dan lebih melihat pada kinerja sahamnya. Proporsi

portfolio kinerja pasar saham yang menjadi landasan pembuatan keputusan investasi ini menjadi kurang masuk akal seperti hipotesa (atau bila dibandingkan dengan investor di kelompok dividen 0) dikarenakan ada potensi sumber *return* lain yang bisa diperoleh investor selain dari *capital gain*, yakni berupa dividen, atau karena investor di kelompok ini adalah investor *noise trader*. Penjelasan ini juga didukung oleh hasil output variabel kontrol *size* dan volatilitas.

4.2.3 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 2

Investor kelompok dividen 2 adalah kelompok investor yang menanamkan portfolio investasi sahamnya pada saham-saham yang dipandang tidak rutin membagikan dividen, meskipun dengan tingkat *dividend yield* yang tinggi. Namun khusus untuk output pada kelompok ini, variabel *value*, termasuk *value*tax* dihilangkan dikarenakan alasan multikolinearitas.

Dalam hipotesa, diharapkan bahwa investor akan melakukan pergeseran preferensi proporsi portfolionya, salah satunya ke kelompok ini, dimana besarnya pergeseran preferensi ke kelompok ini diharapkan lebih kecil dibandingkan yang terjadi di kelompok 4 (pembagian dividen rutin dengan tingkat *dividend yield* yang tinggi). Dalam hasil output regresi, diperoleh bahwa ternyata pajak berpengaruh positif terhadap keputusan investasi investor serta signifikan, terutama untuk proporsi penempatan di portfolio saham kapitalisasi kecil dan kelompok *growth* (lihat Model II). Tanpa memasukkan variabel pajak, investor cenderung akan mengurangi proporsi portfolio investasinya berdasarkan saham golongan *small-cap* dan *large-cap* (lihat Model III pada *all period*), serta dengan pengaruh yang signifikan. Bila hanya variabel pajak saja yang dimasukkan ditambah dengan variabel *size* dan volatilitas (Model II), maka hanya pada proporsi portfolio *small-cap* yang memberikan pengaruh yang signifikan, namun baik *small-cap* dan *large-cap* sama-sama menunjukkan hubungan pengaruh yang positif. Sedangkan saham *growth* sendiri menunjukkan hasil yang signifikan dan juga positif. Hal ini mengindikasikan bahwa investor kelompok saham ini tidak hanya menaikkan proporsi portfolio sahamnya berdasarkan *style-level*nya setelah ada penurunan

Tabel 4.6 Output Regresi Kelompok Dividen 2

| Keterangan | Model I | | Model II | | Model III | |
|------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | Coefficient | P | Coefficient | P | Coefficient | P |
| All Period | | | | | | |
| Cons | 0.9955 | 0.201 | (0.0323) | 0.628 | 0.0136 | 0.841 |
| Small*tax | 1.7108 | 0.000 | 0.1859 | 0.000 | | |
| Large*tax | 0.2680 | 0.562 | 0.0106 | 0.373 | | |
| Growth*tax | 0.2454 | 0.555 | 0.0872 | 0.000 | | |
| Value*tax | | | | | | |
| Small | -2.861567 | 0.001 | | | (0.2705) | 0.001 |
| Large | -1.929468 | 0.048 | | | (1.1021) | 0.000 |
| Growth | 0.2317 | 0.51 | | | 0.3783 | 0.000 |
| Value | | | | | | |
| Size | 1.2443 | 0.000 | 0.1228 | 0.000 | 1.0885 | 0.000 |
| Vol | -0.9551507 | 0.518 | (0.3080) | 0.000 | (1.7859) | 0.000 |
| R2 | 0.2028 | | 0.2318 | | 0.2193 | |
| F Prob. | 0.0000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |
| N | 1,431 | | 13,620 | | 13,620 | |
| | | | | | | |
| Pre Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | 0.0999 | 0.570 |
| Small | | | | | 0.0605 | 0.311 |
| Large | | | | | -0.0122328 | 0.690 |
| Growth | | | | | 0.0059 | 0.621 |
| Value | | | | | | |
| Size | | | | | 0.0058 | 0.000 |
| Vol | | | | | 0.0924 | 0.020 |
| R2 | | | | | 0.1075 | |
| F Prob. | | | | | 0.0002 | |
| N | | | | | 441 | |
| | | | | | | |
| Post Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | 0.0668 | 0.000 |
| Small | | | | | -0.1441898 | 0.112 |
| Large | | | | | -0.474227 | 0.000 |
| Growth | | | | | 0.2518 | 0.001 |
| Value | | | | | | |
| Size | | | | | 1.1987 | 0.000 |
| Vol | | | | | -6.137739 | 0.000 |
| R2 | | | | | 0.2200 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 8,172 | |

Tabel 4.7 Analisa Regresi Kelompok Dividen 2

| Keterangan | Pengaruh | Keterangan | Hubungan Pengaruh | Keterangan |
|---|------------------|---------------------------------|-------------------|---------------------------------|
| Small*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁₀ | + | Sesuai hipotesa H ₁₁ |
| Large*tax | Tidak signifikan | Sesuai hipotesa H ₁₀ | + | Sesuai hipotesa H ₁₁ |
| Growth*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁₀ | + | Sesuai hipotesa H ₁₁ |
| Kenaikan proporsi portfolio small*cap > large*cap | | | | Sesuai hipotesa H ₁₂ |

Keterangan:

- 1) Pajak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 2 dalam kategori penempatan proporsi portfolio investasi pada saham-saham *small cap* dan *lagging (growth)*. Sementara untuk kategori penempatan proporsi portfolio di saham *large cap* menunjukkan hasil yang tidak signifikan.
- 2) Hubungan pengaruh pajak terhadap keputusan investasi investor individu berdasarkan kategori proporsi portfolio di saham-saham *small cap*, *large cap*, dan *growth* adalah positif, dimana setelah setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, justru menaikkan proporsi portfolio investasi investor pada ketiga kategori kelompok saham tersebut (kategori *value* dihilangkan).
- 3) Besarnya kenaikan pada proporsi portfolio investasi investor untuk kategori saham *small cap* lebih besar dibandingkan yang terjadi pada saham-saham *large cap*.

tarif pajak dividen, namun juga, penurunan tarif ini juga menjadi lebih tidak mempengaruhi investor untuk memilih proporsi penempatan portfolionya yang didasarkan baik kapitalisasi maupun kinerja pasar saham bersangkutan dikarenakan terdapat sumber potensi *return* yang lain yang bisa didapat oleh investor (dividen), meski tanpa mengandalkan *capital gain*. Hal ini juga dapat dilihat dari variabel kontrol *size* dan volatilitas yang nilai koefisiennya jauh lebih kecil dibandingkan dengan investor pada kelompok dividen 0. Akan tetapi juga nilai ini tetap lebih rasional dibandingkan yang terjadi pada

investor kelompok dividen 1, yakni *size* bernilai positif dan volatilitas negatif. Sehingga, hal ini juga memberikan penjelasan (atau indikasi) bahwa investor dengan penempatan proporsi portfolio di kelompok ini lebih rasional dibandingkan dengan investor di kelompok 1. Dengan alasan tersebut, maka bisa disimpulkan bahwa secara keseluruhan yang terjadi pada investor kelompok dividen 2, bila dibandingkan dengan kelompok dividen 1, sesuai dengan hipotesa. Akan tetapi, bila hasil dari kelompok ini dibandingkan dengan kelompok 4, hasilnya tidak sepenuhnya sesuai dengan hipotesa. Penjelasan lebih lanjut akan dijelaskan dalam subbab berikutnya (4.2.5).

4.2.4 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 3

Investor kelompok dividen 3 adalah kelompok investor yang menanamkan investasi portfolionya pada saham-saham yang rutin membagikan dividen, namun dengan tingkat *dividend yield* yang rendah. Sehingga dalam hipotesa yang dibuat, diharapkan akan terjadi pergeseran preferensi dari investor yang menanamkan investasi di kelompok dividen 0, salah satunya adalah ke kelompok ini. Selain itu, peningkatan yang terjadi di investor kelompok dividen 3 (rutin, *dividend yield* rendah) ini akan lebih tinggi dibandingkan yang terjadi di kelompok dividen 1 (tidak rutin, *dividend yield* rendah)—karena yang terjadi pada kelompok 1 menolak hipotesa, dimana seharusnya terjadi penurunan, sebaliknya justru terjadi kenaikan—serta diharapkan akan lebih rendah dibandingkan dengan yang terjadi di kelompok 4 (rutin, *dividend yield* tinggi).

Dari hasil output regresi, diperoleh R^2 terbesar adalah dengan memasukkan seluruh variabel yang ada, yakni sebesar 0,053. Dengan membandingkan antara hasil Model III dan Model II, Model III lebih bisa memberikan penjelasan mengenai keterjadian variabel dependen dibandingkan dengan Model II. Dalam Model II, pajak berpengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi investor kelompok dividen 3, kecuali untuk penempatan proporsi portfolio saham dengan kinerja di atas rata-rata kinerja pasar. Selain itu, kecuali untuk proporsi penempatan portfolio pada saham dengan kapitalisasi pasar yang besar, semuanya memiliki hubungan pengaruh

yang positif terhadap POS. Untuk hubungan yang positif dan signifikan berarti sesuai dengan hipotesa bahwa pajak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investor. Dalam hal ini, terjadi kenaikan proporsi portfolio investasi pada saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil, saham dibawah kinerja rata-rata pasar dan saham-saham *leading*. Kenaikan proporsi portfolio yang terjadi di saham-saham *lagging* lebih besar daripada yang terjadi di saham *leading* (meski tidak signifikan)—sesuai dengan hipotesa.

Sementara itu, untuk proporsi portfolio pada penempatan di saham-saham dengan kapitalisasi pasar yang besar justru mengalami penurunan (Model II), termasuk dalam pengujian yang dilakukan di Model III untuk *all period*, *pre tax* dan *post tax period*. Secara normal, tanpa penurunan tarif pajak pun, investor akan tetap menurunkan proporsi portfolionya di saham pada golongan ini, namun ternyata menjadi lebih besar (penurunannya) setelah periode penurunan tarif pajak (lihat Model III pada *pre tax* dan *post tax period*). Bila menggunakan model pada *all periode*, yang terjadi justru sebaliknya, jika variabel pajak saja yang dimasukkan, maka besarnya penurunan (dibandingkan dengan tanpa mengikutkan variabel pajak) menjadi lebih kecil, serta apabila digabungkan, pajak sebaliknya, justru memberikan pengaruh yang positif tapi tidak signifikan. Sekarang bila dilihat dari variabel *size*, pada Model I, II, dan III untuk *all period* menunjukkan hasil yang positif. Bila dibandingkan antara Model I dan II, koefisien variabel *size* meningkat, sejalan dengan pergeseran besarnya koefisien variabel *large*tax*, dimana ini berarti investor cukup logis untuk menempatkan proporsi portfolionya dengan mempertimbangkan nilai kapitalisasi pasar saham tersebut. Sedangkan bila dilihat dari Model III yang dibandingkan dengan Model I, terdapat kenaikan tipis dari nilai koefisien variabel *size*, dimana yang terjadi justru sebaliknya, yakni variabel *large* mengalami penurunan (tipis) yang lebih besar saat semua variabel (*all period*) juga diikuti. Dengan kondisi nilai R^2 yang lebih besar (pada Model I), maka kondisi ini bisa disebabkan karena adanya faktor lain yang mempengaruhi, yakni penurunan tarif pajak. Begitu pula bila dilihat pada Model III pada *pre tax* dan *post tax*. Koefisien variabel *size* lebih besar pada *post tax*, namun penurunan variabel *large* justru juga lebih besar terjadi di *post*

Tabel 4.8 Output Regresi Kelompok Dividen 3

| Keterangan | Model I | | Model II | | Model III | |
|------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | Coefficient | P | Coefficient | P | Coefficient | P |
| All Period | | | | | | |
| Cons | -.1420502 | 0.000 | - | 0.000 | (0.1420) | 0.000 |
| Small*tax | 0.1253 | 0.339 | 0.4107 | 0.000 | | |
| Large*tax | 0.0391 | 0.795 | (0.3615) | 0.001 | | |
| Growth*tax | 0.2384 | 0.049 | 0.1867 | 0.015 | | |
| Value*tax | -.2764932 | 0.114 | 0.1239 | 0.307 | | |
| Small | 0.1126 | 0.382 | | | 0.1881 | 0.072 |
| Large | -.7042299 | 0.000 | | | (0.6733) | 0.000 |
| Growth | -.0351379 | 0.710 | | | 0.1098 | 0.066 |
| Value | 0.4792 | 0.001 | | | 0.3143 | 0.002 |
| Size | 0.2990 | 0.000 | 0.2771 | 0.000 | 0.2988 | 0.000 |
| Vol | -.1098775 | 0.866 | (1.1471) | 0.043 | (0.2286) | 0.723 |
| R2 | 0.053 | | 0.0509 | | 0.0522 | |
| F Prob. | 0.000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |
| N | 13,620 | | 13,620 | | 13,620 | |
| Pre Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | -.0352417 | 0.185 |
| Small | | | | | 0.0631 | 0.378 |
| Large | | | | | -.4201466 | 0.000 |
| Growth | | | | | -.054983 | 0.186 |
| Value | | | | | 0.3522 | 0.000 |
| Size | | | | | 0.1749 | 0.000 |
| Vol | | | | | 0.9073 | 0.017 |
| R2 | | | | | 0.0817 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 5,448 | |
| Post Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | (0.0545) | 0.448 |
| Small | | | | | (0.4109) | 0.027 |
| Large | | | | | (1.1598) | 0.000 |
| Growth | | | | | 0.2176 | 0.019 |
| Value | | | | | 0.1886 | 0.247 |
| Size | | | | | 0.4280 | 0.000 |
| Vol | | | | | (1.2516) | 0.287 |
| R2 | | | | | 0.0506 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 8,172 | |

Tabel 4.9 Analisa Regresi Kelompok Dividen 3

| Keterangan | Pengaruh | Keterangan Pengaruh | Hubungan Pengaruh | Keterangan |
|---|------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|
| Small*tax | Tidak signifikan | Tidak sesuai hipotesa | + | Sesuai hipotesa |
| Large*tax | Tidak signifikan | Tidak sesuai hipotesa | + | Sesuai hipotesa |
| Growth*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa | + | Sesuai hipotesa |
| Value*tax | Tidak signifikan | Tidak sesuai hipotesa | - | Tidak sesuai hipotesa |
| Kenaikan proporsi portfolio small*cap > large*cap | | | | Sesuai hipotesa |

Keterangan:

- 1) Pajak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 3 dalam kategori penempatan proporsi portfolio investasi pada saham-saham *lagging (growth)* saja. Untuk kategori penempatan proporsi portfolio di saham *small cap* dan *large cap*, serta saham-saham *leading (value)*, menunjukkan hasil yang tidak signifikan.
- 2) Hubungan pengaruh pajak terhadap keputusan investasi investor individu berdasarkan kategori proporsi portfolio di saham-saham *small cap*, *large cap* dan *lagging (growth)* adalah positif, dimana setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, justru menaikkan proporsi portfolio investasi investor pada ketiga kategori kelompok saham tersebut. Sedangkan untuk saham kategori *leading (value)* menunjukkan hubungan yang negatif, yang berarti setelah terjadi penurunan tarif pajak dividen, proporsi portfolio investor pada kategori ini menjadi turun.
- 3) Besarnya kenaikan pada proporsi portfolio investasi investor untuk kategori saham *small cap* lebih besar dibandingkan yang terjadi pada saham-saham *large cap*.
- 4) Pergeseran (kenaikan) preferensi yang terjadi pada investor di kelompok dividen 3 dalam penempatan proporsi portfolio investasinya di kategori saham *large cap* lebih besar dibandingkan dengan yang terjadi di kelompok dividen 2. Sementara untuk pergeseran (kenaikan) yang terjadi di kategori *growth* lebih besar daripada yang terjadi di kelompok dividen 2, meski lebih kecil dari yang terjadi di kelompok dividen 0. Dan untuk

pergeseran (kenaikan) di kategori saham *leading (value)*, juga menunjukkan kenaikan yang lebih besar dibandingkan yang terjadi di kelompok dividen 2.

tax dibandingkan *pre tax*, sehingga dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh pajak yang ikut campur di dalamnya. Dengan demikian, maka terkait dengan variabel *large*tax*, ukuran yang akan digunakan adalah pada Model I. Sehingga, baik variabel *small*tax* dan *large*tax* mengalami kenaikan meskipun pengaruh pajak dinyatakan tidak signifikan, dan besarnya kenaikan yang terjadi terhadap proporsi portfolio di saham-saham berkapitalisasi pasar kecil (0,13) lebih besar dibandingkan yang terjadi pada saham-saham berkapitalisasi pasar besar (0,04)—sesuai dengan hipotesa.

Di lain pihak, untuk proporsi penempatan portfolio investasi investor pada saham yang digolongkan dalam saham-saham *lagging* mengalami kenaikan (dan pajak berpengaruh signifikan), sedangkan untuk saham-saham *leading* justru menurun (dan tidak signifikan). Sehingga untuk variabel *growth*tax* sesuai dengan hipotesa, sedangkan untuk *value*tax* tidak. Bila dilihat dari variabel volatilitas pada kelima output hasil regresi, sebagian besar menunjukkan hasil yang tidak signifikan (kecuali pada Model II dan Model III *pre tax*) serta menunjukkan hubungan yang negatif (kecuali pada Model III *pre tax*). Model III *pre tax*, dimana koefisien volatilitas menunjukkan hasil yang diluar ekspektasi serta signifikan, mengindikasikan terdapat ketidakrasionalitas investor dalam memutuskan portfolio investasinya berdasarkan risiko saham. Namun, dengan membandingkan semua output regresi dengan melibatkan pengaruh pajak, volatilitas saham memberikan pengaruh hubungan yang negatif serta tidak signifikan. Dengan kata lain, investor dalam kelompok ini masih cukup rasional untuk membuat keputusan penempatan proporsi portfolio investasinya.

4.2.5 Analisa Regresi Keputusan Investor Individu dengan Preferensi Investasi pada Portfolio Saham Kelompok Dividen 4

Saham-saham yang masuk dalam kelompok dividen ini adalah saham-saham golongan dengan tingkat pendapatan dividen yang lebih pasti (rutin)

serta dengan tingkat *dividend yield* yang tinggi. Sehingga, secara teoritis, setelah adanya pemberlakuan tarif pajak atas dividen yang baru, seharusnya saham-saham kelompok dividen 0 dan 4-lah yang paling terpengaruh dibandingkan saham kelompok dividen lainnya karena merupakan golongan saham yang paling tidak diinginkan (preferensi berpindah dari kelompok 0) dan yang paling diidam-idamkan (preferensi berpindah ke kelompok 4).

Dari kelima output regresi yang ditampilkan untuk kelompok dividen 4 ini, yang paling mencolok adalah pada baris R^2 . Dengan penambahan jumlah variabel, justru menurunkan tingkat penjelasan seluruh variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel POS. Dengan menggunakan variabel pajak (lihat Model II) ataupun dengan memisahkan regresi pada periode tersendiri (lihat Model III *post tax*), justru menurunkan nilai R^2 . Karena alasan ini, maka Peneliti menghindari analisa dengan menggunakan Model I (analisa dilakukan secara terpisah).

Dari keseluruhan model yang menjadi pengamatan, maka dapat dilihat bahwa pajak dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi investor, kecuali untuk proporsi penempatan portfolio di saham-saham *lagging*. Selain itu, untuk proporsi portfolio investasi di saham berkapitalisasi pasar kecil dan berkinerja di atas rata-rata kinerja pasar, memiliki hubungan korelasi yang positif, sedangkan saham-saham golongan berkapitalisasi pasar besar dan *lagging* memiliki korelasi negatif.

Secara normal, tanpa pengaruh pajak, investor akan tetap menaikkan proporsi portfolio investasinya pada kategori saham *small cap* di saham kelompok 4 ini (lihat Model III *all period*—koefisien 0,29). Namun bila diganti dengan melihat dari pengaruh variabel pajak saja (selain *size* dan *vol*), nilai koefisien untuk penempatan proporsi portfolio ini meningkat menjadi 0,38. Demikian pula bila dilihat dari Model III dengan memisahkan antara periode *pre tax* dan *post tax*. Pada masa sebelum pemberlakuan tarif pajak yang baru, koefisien hanya bernilai 0,23, sedangkan di masa setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, nilai koefisien meningkat menjadi 0,34 dan sama-sama bernilai P yang signifikan. Artinya, investor yang melakukan penempatan proporsi portfolio di kelompok saham berkapitalisasi pasar kecil

Tabel 4.10 Output Regresi Kelompok Dividen 4

| Keterangan | Model I | | Model II | | Model III | |
|------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | Coefficient | P | Coefficient | P | Coefficient | P |
| All Period | | | | | | |
| Cons | (0.0034) | 0.855 | (0.0526) | 0.201 | 0.0062 | 0.885 |
| Small*tax | 0.0813 | 0.128 | 0.3850 | 0.000 | | |
| Large*tax | 0.2188 | 0.000 | (0.1506) | 0.000 | | |
| Growth*tax | 0.0610 | 0.229 | (0.0377) | 0.257 | | |
| Value*tax | (0.0937) | 0.166 | 0.3957 | 0.000 | | |
| Small | 0.2360 | 0.000 | | | 0.2914 | 0.000 |
| Large | (0.7569) | 0.000 | | | (0.6395) | 0.000 |
| Growth | (0.0918) | 0.018 | | | (0.0583) | 0.021 |
| Value | 0.6316 | 0.000 | | | 0.5915 | 0.000 |
| Size | 0.1689 | 0.000 | 0.1398 | 0.000 | 0.1675 | 0.000 |
| Vol | 0.8181 | 0.000 | 0.5137 | 0.000 | 0.6423 | 0.000 |
| R2 | 0.1364 | | 0.1847 | | 0.2029 | |
| F Prob. | 0.0000 | | 0.0000 | | 0.0000 | |
| N | 13,620 | | 13,620 | | 13,620 | |
| Pre Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | 0.0468 | 0.262 |
| Small | | | | | 0.2356 | 0.000 |
| Large | | | | | (0.5666) | 0.000 |
| Growth | | | | | (0.0939) | 0.007 |
| Value | | | | | 0.5577 | 0.000 |
| Size | | | | | 0.1387 | 0.000 |
| Vol | | | | | 0.8096 | 0.000 |
| R2 | | | | | 0.2017 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 5,448 | |
| Post Tax Period | | | | | | |
| Cons | | | | | (0.1299) | 0.000 |
| Small | | | | | 0.3385 | 0.000 |
| Large | | | | | (0.3748) | 0.000 |
| Growth | | | | | (0.0385) | 0.249 |
| Value | | | | | 0.3889 | 0.000 |
| Size | | | | | 0.2043 | 0.000 |
| Vol | | | | | (0.0862) | 0.857 |
| R2 | | | | | 0.1411 | |
| F Prob. | | | | | 0.0000 | |
| N | | | | | 8,172 | |

Tabel 4.11 Analisa Regresi Kelompok Dividen 4

| Keterangan | Pengaruh | Keterangan | Hubungan | Keterangan |
|---|------------------|---------------------------------------|----------|---------------------------------------|
| Small*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁₈ | + | Sesuai hipotesa H ₁₉ |
| Large*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁₈ | + | Sesuai hipotesa H ₁₉ |
| Growth*tax | Tidak signifikan | Tidak sesuai hipotesa H ₁₈ | + | Sesuai hipotesa H ₁₉ |
| Value*tax | Signifikan | Sesuai hipotesa H ₁₈ | + | Sesuai hipotesa H ₁₉ |
| Kenaikan proporsi portfolio small*cap < large*cap | | | | Tidak sesuai hipotesa H ₂₁ |

Keterangan:

- 1) Pajak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor individu dalam kelompok dividen 4, terutama pada kategori penempatan proporsi portfolio investasi pada saham-saham berkapitalisasi pasar kecil dan besar, serta yang memiliki kinerja di atas rata-rata kinerja pasar. Selain itu, menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap kategori penempatan proporsi portfolio di saham-saham kelompok *growth*.
- 2) Hubungan pengaruh pajak terhadap keputusan investasi investor individu berdasarkan kategori proporsi portfolio di saham-saham *small cap*, *large cap*, *growth* (khusus untuk variabel *large cap* dan *growth*, lihat penjelasan secara khusus di sub bab ini) dan *leading (value)* adalah positif, dimana setelah setelah pemberlakuan tarif pajak yang baru, justru menaikkan proporsi portfolio investasi investor pada kedua kategori kelompok saham tersebut. Kecuali untuk saham kategori *growth*, tingkat pengaruh yang terjadi di sini sangatlah kecil.
- 3) Besarnya kenaikan pada proporsi portfolio investasi investor untuk kategori saham *small cap* lebih kecil dibandingkan yang terjadi pada saham *large cap*.
- 4) Pergeseran (kenaikan) preferensi yang terjadi pada investor di kelompok dividen 4 dalam penempatan proporsi portfolio investasinya di kategori saham *small cap* lebih besar dibandingkan dengan yang terjadi di kelompok dividen lainnya, kecuali pada kelompok dividen 0. Sementara untuk penguasaan proporsi portfolio *large cap* di antara semua kelompok dividen, kelompok dividen 4 masih memiliki penguasaan terbesar dibandingkan kelompok saham lainnya.

memang menggeser/menaikkan proporsi preferensinya ke saham berkapitalisasi pasar kecil, namun pada kelompok berkinerja *dividend yield* terbaik (rutin dan *dividend yield* tinggi). Khusus untuk variabel ini, sesuai dengan hipotesa. Selain itu, untuk tingkat pergeseran preferensi ke kelompok dividen 4 ini juga menunjukkan pergeseran yang lebih diminati oleh investor dibandingkan yang terjadi di kelompok lainnya (sesuai hipotesa juga—Lihat Gambar Proporsi Portfolio Saham *Small Cap* Berdasarkan Kelompok Dividen). Namun, yang justru di luar perkiraan, seperti yang sudah disebutkan dalam analisa sebelumnya, pergeseran preferensi yang jauh lebih diminati dalam kelompok saham-saham berkapitalisasi pasar kecil, dibandingkan dengan kelompok 4 ini, justru terjadi di kelompok dividen 0. Hal ini jauh dari yang diperkirakan dari hipotesa yang dibuat. Oleh karena itulah dari keseluruhan model di seluruh kelompok dividen, pada kelompok dividen 0-lah yang memiliki R^2 terkecil, yakni kurang dari 1%. Dikarenakan alasan ini pula, maka terdapat banyak fenomena dalam kelompok dividen 0 yang tidak dapat dijelaskan dengan cara lebih baik dari variabel independen dan variabel kontrol yang ada seperti yang mampu dijelaskan oleh investor yang berinvestasi pada kelompok dividen lainnya (kelompok 1 sampai dengan 4).

Untuk variabel proporsi penempatan portfolio investasi di saham-saham yang memiliki kapitalisasi pasar besar justru mengalami penurunan. Namun, bila dilihat dengan lebih teliti, maka akan terlihat bahwa penurunan tarif pajak justru menaikkan proporsi portfolio investasi investor di kelompok saham-saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar. Pada Model II, koefisien variabel *large*tax* menunjukkan nilai sebesar -0,15, sementara pada Model III pada *post tax*, koefisien variabel *large* juga menunjukkan angka negatif sebesar -0,37. Meski demikian, bila dilihat pada Model III *all period* koefisien variabel *large* menunjukkan angka negatif yang lebih besar, yakni -0,64 ($> -0,15$). Begitu pula dengan Model III pada *pre tax period*, koefisien variabel *large* menunjukkan nilai -0,57 (lebih besar dari -0,37). Dengan kondisi ini, meskipun pajak tidak cukup mampu untuk mengubah preferensi investor secara keseluruhan untuk menggeser preferensinya ke kelompok ini,

namun cukup mampu untuk mengurangi/menekan penurunan proporsi portfolio investasi investor di kelompok ini. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa dalam kasus variabel ini, hasilnya sesuai dengan hipotesa. Meski demikian, khusus untuk hipotesa yang memperbandingkan antara perubahan preferensi antara *small* dan *large*, dimana diharapkan bahwa perubahan *small* lebih besar dari *large* ditolak karena terjadi sebaliknya. Selain itu, bila dibandingkan dengan kelompok lainnya, pergeseran preferensi dilihat dari proporsi portfolio investasi investor di saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar pada kelompok dividen 4, lebih baik daripada yang terjadi di kelompok dividen 3, namun tidak lebih baik dari kelompok dividen 0 (diluar dari perkiraan seperti sebelumnya), sementara untuk kelompok dividen 1 dan 2 agak sulit untuk diperbandingkan.

Khusus untuk proporsi portfolio investasi di saham kelompok *growth*, menunjukkan hasil dimana pajak tidak berpengaruh secara signifikan. Seperti pada analisa variabel *large*tax*, yang terjadi pada variabel *growth*tax* juga sama, namun dengan tingkat pengaruh yang jauh lebih kecil. Sedangkan untuk variabel *value*tax* menunjukkan nilai koefisien yang positif sebesar 0,39 dan dengan hasil yang signifikan. Demikian pula bila dilihat dari Model III pada *post tax*, variabel *value* juga menunjukkan nilai koefisien yang positif serta hasil yang signifikan. Namun apabila, dibandingkan dengan model lainnya yang sejenis, meskipun nilai koefisien di semua variabel *value* menunjukkan nilai koefisien yang positif, akan tetapi besar nilainya justru menurun setelah adanya penurunan tarif pajak. Hal ini didukung oleh besarnya koefisien variabel volatilitas yang menunjukkan *sign* positif dan signifikan (pada Model II dan III *all period*), dimana seharusnya negatif. Sementara untuk di Model III pada *post tax*, nilai koefisien volatilitas hanya sebesar -0,09 serta tidak signifikan. Sehingga ini berarti, bagi investor di kelompok dividen ini, kinerja dari saham yang dibandingkan dengan kinerja rata-rata pasar tidaklah terlalu diperhitungkan. Alasan yang memungkinkan adalah investor kelompok ini sangat mengapresiasi sumber pendapatan dari *dividend yield* atau menganggap nilai saham di kelompok dividen 4 lebih bernilai melebihi potensi *capital gainnya*.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

- 1) Penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor individu.
- 2) Pengaruh penurunan tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri dalam Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 terhadap keputusan investasi investor bervariasi antar kelompok dividen.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *style-level* investor, *size*, dan volatilitas, serta dengan variabel independen tarif pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri. Variabel-variabel lain yang menentukan pengambilan keputusan investasi investor individu, diantaranya seperti prosedur teknis/administrasi perpajakan, publikasi pada *newsletter investment*, dan lain-lain tidak ikut dimasukkan dalam penelitian ini. Sehingga, faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investasi investor selain yang disebutkan di atas, tidak dapat tergambarkan dalam penelitian ini, terutama untuk kelompok saham yang tidak memiliki kinerja *dividend yield* (saham kelompok dividen 0).

5.3 Saran

- 1) Untuk Perusahaan

Berdasarkan dari hasil analisa dan simpulan yang dibuat, penurunan tarif atas pajak penghasilan atas dividen yang diterima wajib pajak orang pribadi dalam negeri secara garis besar memang memiliki pengaruh yang signifikan dalam pembuatan keputusan investasi investor individu. Hal ini berarti sesuai dengan teori dimana dividen dapat meningkatkan nilai saham, terutama untuk dividen kelompok 3 (dibagikan rutin, namun dengan *dividend yield* yang rendah) dan disusul dengan dividen kelompok 2 (dibagikan secara tidak rutin, namun dengan tingkat *dividend yield* yang tinggi). Dengan hasil yang seperti ini, maka emiten yang memiliki kinerja pasar sahamnya kurang

baik di kalangan investor, dapat menaikkan *value*-nya dengan jalan membagikan dividen, baik dengan pembagian secara rutin atau tidak rutin, namun dengan tingkat *dividend yield* yang cukup tinggi.

Apabila emiten sama sekali tidak pernah membagikan dividen atau hanya melakukan pembagian sekali dalam kurun waktu yang lama sehingga tidak pasti untuk bisa diprediksi oleh kalangan investor mengenai pembagian berikutnya, maka untuk saham golongan ini, tidak ada cara lain untuk menaikkan kinerjanya selain harus masuk dalam saham berkapitalisasi besar dan memiliki kinerja di atas rata-rata kinerja pasar. Untuk kasus ini, tentu akan lebih sulit karena tergantung dari persepsi dan ekspektasi investor. Oleh karena itu, saran pertama adalah yang lebih mudah dilakukan untuk meningkatkan apresiasi investor. Secara keseluruhan, kinerja perusahaan sendirilah yang tetap paling menentukan bisa tercapai tidaknya satu dari dua saran di atas.

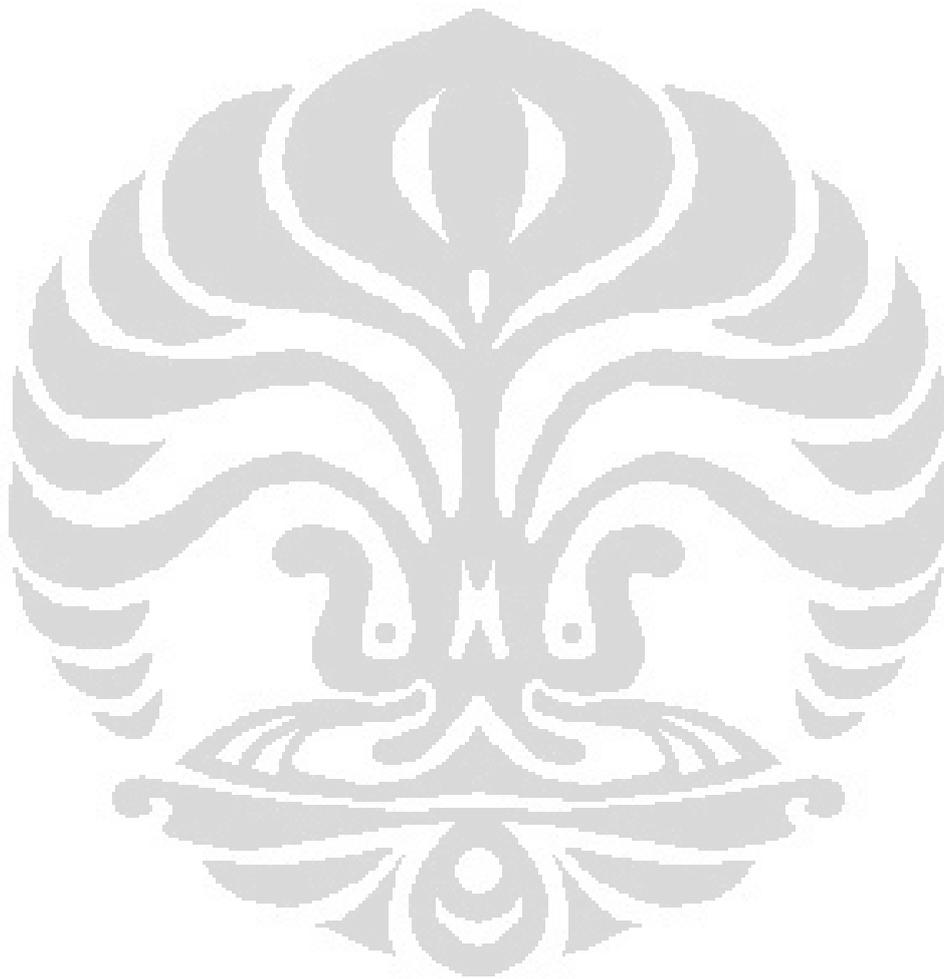
2) Bagi Pemerintah

Kebijakan penurunan tarif pajaknya terbukti berpengaruh signifikan dalam pembuatan keputusan investor, namun kalangan investor yang tetap bertipe jangka pendek dan memiliki preferensi pada *return capital gain* akan tetap ada. Untuk kalangan investor ini, akan sulit untuk mengubah preferensinya bila hanya mengandalkan penurunan pajak dividen (masih banyak faktor lain yang mempengaruhi). Yang bisa dilakukan adalah menggeser preferensi investor yang memiliki bagian preferensi pada *return* berupa dividen. *Return* berupa dividen ini terbukti cukup diapresiasi oleh investor terutama setelah adanya penurunan tarif pajak dividen, namun besarnya dan tingkat kepastiannya juga turut menentukan keefektifan kebijakan ini. Sehingga, stimulus lain dari segi perusahaan juga bisa dipertimbangkan.

3) Untuk Penelitian Selanjutnya

Dari data yang diperoleh dari *Yahoo Finance*, banyak ditemukan adanya ketidaklengkapan atau ketiadaan data (misal karena perusahaan bersangkutan telah *delisted*), sehingga akan lebih baik apabila penelitian selanjutnya menggunakan data yang diperoleh langsung dari Bursa Efek

Indonesia demi tujuan kelengkapan data. Selain itu, untuk tambahan, bisa dilakukan pengujian pada variabel kontrol utama (*style-level investor*) dengan menguji pergeseran preferensi *style-level investor*.



DAFTAR REFERENSI

- Bernstein, Peter L. 1995. *The Portable MBA in Investment*. New York. John Wiley & Sons.
- Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. 2010. *Investments*. New York: Mc Graw Hill, 8e.
- Frensidy, Budi. 2007. *Investasi berbekal Analisis Fundamental*. <http://web.bisnis.com/artikel/2id613.html> berbekalfundamental (tgl browsing).
- Fong, Kingsley Y.L., Gallagher, David R., Lau, Sarah S.W., dan Swan, Peter L. 2009. *Do Active Fund Managers Care About Capital Gains Tax Efficiency?* *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 257-270.
- Fulvian, Fakhrol. 2010. *Analisa Determinan Pertumbuhan Perusahaan Emerging Market Asia dan Negara G-8*. Skripsi. Depok FEUI.
- Gitman, Lawrence J. 2000. *Principles of Managerial Finance*, 9th edition. Boston. Addison Wesley.
- Ika, Siti Rochmah. 2005. *Analisis Efisiensi Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Sebelum dan Sesudah Berlakunya Undang-Undang Perpajakan Tahun 2000*. Simposium Nasional Akuntansi VIII September 2005.
- Jones, Charles P. 2010. *Investment: Principles and Concepts*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 11e.
- Keown, Arthur J., John D. Martin, dan David F. Scout Jr. 2003. *Financial Management* 10e. USA: Prentice Hall.
- Kieso, Donald E.; Weygant, Jerry J.; Warfield, Terry D. 2010. *Intermediate Accounting*, IFRS Edition. New York: John Wiley and Sons.
- Kumar, Alok. (2009). *Dynamic Style Preferences of Individual Investors and Stock Returns*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 44, No. 3, Pp. 607-640.
- Lang, Mark H., Shackelford, Douglas A. 2000. *Capitalization of Capital gain Taxes: Evidence From Sock Price Reactions To The 1997 Rate Reduction*. *Journal of Public Economics* 76, 69-85.
- Mishkin, Frederic dan Stanley G. Eakins. 1999. *Financial Markets and Institutions*, 3rd edition. Boston. Addison-Wesley.

Nasucha, C. 2004. Reformasi Administrasi public: Teori dan Aplikasi. Jakarta: PT Gramedia Widiasarana.

Nugroho, Andri Adi. 2011. Pengaruh Hubungan Politik dan Reformasi Perpajakan Terhadap Tarif Pajak Efektif Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2009. Skripsi. Depok FEUI.

Rizky, Ahmad. 2010. Analisis Pengaruh Perubahan Dividen dan Perubahan Investasi Dengan Earning dan Profitabilitas Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2004 – 2008 Berdasarkan Umur Perusahaan. Skripsi. Depok FEUI.

Sudiar, Guninta Surplusya. 2010. Nurmantu, S. 2005. Pengantar Perpajakan. Jakarta: Granit.

Suwardi, Akbar. 2011. Stata: Tahapan dan Perintah (Syntax) Data Panel. Depok: Laboratorium Komputasi Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Tjondrodihardjo, Andy Hermawan. 2003. Analisis Fundamental Sebagai Alat Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal. Tesis Magister Manajemen. Jakarta Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Seida, Jim A., Wempe, William F. 2000. Do Capital Gain Tax Rate Increases Affect Individual Investors' Trading Decision? *Journal of Accounting and Economics* 30, 33-57.

Undang-Undang Nomor 28 tahun 2007 tentang Perubahan Ketiga Atas Undang-Undang Nomor 6 Tahun 1983 tentang Ketentuan Umum dan Tata Cara perpajakan.

Widiastuti, Astari. 2006. Pengaruh Kebijakan Pajak Terhadap Foreign Direct Investment: Studi Kasus Indonesia Tahun 1999 – 2004. Skripsi. Depok FEUI.

www.idx.co.id

Yasera, Yuciko Ichwanda. 2009. Analisis Pengaruh Tarif Pajak Efektif Terhadap EVA, ROA, dan ROE: Studi Empiris Sebelum dan Sesudah Reformasi Pajak Penghasilan Tahun 2000 Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia. Skripsi. Depok FEUI.

Lampiran 6.**Hasil Output Regresi Group 1****Model I. (All Period)**

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =   13620
Group variable: id                            Number of groups =    227

R-sq:  within = 0.0923                        Obs per group:  min =    60
        between = 0.0173                      avg =    60.0
        overall = 0.0565                      max =    60

corr(u_i, Xb) = -0.3111                      F(10,13383)     =   136.17
                                                Prob > F        =    0.0000
-----+-----
      pos |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
  smalltax |   .1416161   .0577153     2.45  0.014   .0284859   .2547463
  largetax |  -.0992113   .0962792    -1.03  0.303  -.2879322   .0895096
  growthtax |   .1257581   .0513741     2.45  0.014   .0250576   .2264587
  valuetax |   .1959036   .0913224     2.15  0.032   .0168987   .3749084
    small |  -.2714484   .0705298    -3.85  0.000  -.4096968  -.1332
    large |  -.1736276   .1244454    -1.40  0.163  -.4175583   .070303
  growth |  -.0553893   .0569498    -0.97  0.331  -.167019   .0562404
  value |  -.1176826   .1140984    -1.03  0.302  -.3413315   .1059664
    size |   .149778   .0042113    35.57  0.000   .1415233   .1580328
    vol |  -.054031   .0822795    -0.66  0.511  -.2153104   .1072484
    _cons |   .0482333   .0295514     1.63  0.103  -.0096915   .1061582
-----+-----

sigma_u |  1.2176255
sigma_e |  2.2913099
rho     |  .22021017   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

F test that all u_i=0:      F(226, 13383) =    14.79      Prob > F = 0.0000

```

Universitas Indonesia

Lampiran 7.
Hasil Output Regresi Group 1
Model II. (All Period)

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =   13620
Group variable: id                            Number of groups =    227

R-sq:  within = 0.0894                        Obs per group:  min =    60
          between = 0.0233                      avg   =   60.0
          overall = 0.0580                      max   =    60

                                                F(6,13387)      =   219.15
corr(u_i, Xb) = -0.2949                       Prob > F        =    0.0000
-----+-----
      pos |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
smalltax |  -.1431504   .0958375    -1.49  0.135    - .3310054   .0447047
largetax |  -.8964232   .2616781    -3.43  0.001    -1.409349   -.3834971
growthtax | .2160256   .1003026     2.15  0.031     .0194183   .4126328
valuetax |  .7089141   .274681     2.58  0.010     .1705005   1.247328
size     |  .6633214   .018865    35.16  0.000     .6263433   .7002995
vol      | -4.62744   .6391179    -7.24  0.000    -5.880201   -3.374679
_cons    | -.1013424   .0246118    -4.12  0.000    -.149585    -.0530997
-----+-----

sigma_u |  1.1989451
sigma_e |  2.2946378
rho     |  .21445701   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

F test that all u_i=0:      F(226, 13387) =   14.75      Prob > F = 0.0000

```

Lampiran 8.
Hasil Output Regresi Group 1
Model III. (All Period)

```
Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =   13620
Group variable: id                         Number of groups =    227

R-sq:  within = 0.1065                     Obs per group:  min =    60
        between = 0.0057                     avg =           60.0
        overall = 0.0543                     max =           60

corr(u_i, Xb) = -0.3748                     F(6,13387)      =   266.02
                                                Prob > F        =    0.0000
```

| pos | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------|-----------|-----------|--------|-------|----------------------|-----------|
| small | -1.307633 | .1053389 | -12.41 | 0.000 | -1.514113 | -1.101154 |
| large | -2.05906 | .2182922 | -9.43 | 0.000 | -2.486943 | -1.631176 |
| growth | .2141319 | .0778155 | 2.75 | 0.006 | .0616026 | .3666613 |
| value | .4469688 | .2076139 | 2.15 | 0.031 | .0400162 | .8539214 |
| size | .8310027 | .0209925 | 39.59 | 0.000 | .7898545 | .8721509 |
| vol | 1.201103 | .7321365 | 1.64 | 0.101 | -.2339882 | 2.636194 |
| _cons | .099428 | .0269903 | 3.68 | 0.000 | -.0465232 | .1523329 |

```
sigma_u | 1.2922156
sigma_e | 2.2730047
rho      | .24425549 (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0:      F(226, 13387) =   16.16      Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 9.
Hasil Output Regresi Group 1
Model III. (Pre Tax Period)

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =   5448
Group variable: id                            Number of groups =   227

R-sq:  within = 0.0589                        Obs per group:  min =   24
          between = 0.0467                      avg =   24.0
          overall = 0.0433                      max =   24

                                                F(6,5215)      =   54.39
corr(u_i, Xb) = -0.3647                      Prob > F       =   0.0000
-----+-----
      pos |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      small |  -.1815187   .0980761    -1.85   0.064    - .3737889   .0107514
      large |  -.5153987   .1849884    -2.79   0.005    - .8780535  -.1527439
      growth | -.1781129   .0670514    -2.66   0.008    - .3095618  -.046664
      value |  .0920974   .1740424     0.53   0.597    - .2490987   .4332935
      size |  .3122503   .0180594    17.29   0.000     .2768462   .3476543
      vol |  .2293689   .5228661     0.44   0.661    - .7956678   1.254406
      _cons |  .0278897   .0236318     1.18   0.238    - .0184385   .074218
-----+-----

      sigma_u |  .43572903
      sigma_e |  1.2234981
           rho |  .1125557   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

F test that all u_i=0:      F(226, 5215) =      2.48      Prob > F = 0.0000

```


Lampiran 11.
Hasil Output Regresi Group 2
Model I. (All Period)

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =    1431
Group variable: id                         Number of groups =     88

R-sq:  within = 0.2028                      Obs per group:  min =     1
        between = 0.0972                      avg =    16.3
        overall = 0.2010                      max =     60

corr(u_i, Xb) = -0.1166                      F(8,1335)       =    42.45
                                                Prob > F        =    0.0000

```

| pos | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
| smalltax | 1.710811 | .3362862 | 5.09 | 0.000 | 1.051104 | 2.370517 |
| largetax | .2679824 | .4624213 | 0.58 | 0.562 | -.6391692 | 1.175134 |
| growthtax | .2454042 | .4158161 | 0.59 | 0.555 | -.5703199 | 1.061128 |
| small | -2.861567 | .8705834 | -3.29 | 0.001 | -4.569427 | -1.153706 |
| large | -1.929468 | .9754867 | -1.98 | 0.048 | -3.843122 | -.0158143 |
| growth | .2316602 | .3513731 | 0.66 | 0.510 | -.4576434 | .9209637 |
| size | 1.244291 | .0744072 | 16.72 | 0.000 | 1.098323 | 1.390259 |
| vol | -.9551507 | 1.477533 | -0.65 | 0.518 | -3.853691 | 1.943389 |
| _cons | .9955215 | .7780851 | 1.28 | 0.201 | -.5308812 | 2.521924 |

```

sigma_u | 2.6680759
sigma_e | 3.3409532
rho      | .389409   (fraction of variance due to u_i)

```

```

F test that all u_i=0:      F(87, 1335) =    17.88      Prob > F = 0.0000

```


Lampiran 13.
Hasil Output Regresi Group 2
Model III. (All Period)

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   13620
Group variable: id                          Number of groups =    227

R-sq:  within = 0.1729                      Obs per group:  min =    60
        between = 0.2704                      avg =    60.0
        overall = 0.2193                      max =    60

Random effects u_i ~ Gaussian                Wald chi2(5)    =   2884.62
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Prob > chi2     =    0.0000
-----
      pos |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      small | - .2704676   .0799613    -3.38  0.001   - .4271889   - .1137463
      large | -1.102056   .0998807   -11.03  0.000   -1.297818   - .906293
      growth |  .3782862   .0667491    5.67  0.000    .2474604    .5091121
      size  |  1.088505   .0211045   51.58  0.000    1.047141    1.129869
      vol   | -1.785939   .492181    -3.63  0.000   -2.750596   - .821282
      _cons |  .013571    .0675777    0.20  0.841   - .118879    .1460209
-----+-----
      sigma_u |  1.0037719
      sigma_e |  1.1671255
      rho    |  .4251766   (fraction of variance due to u_i)
-----

```


Lampiran 15.
Hasil Output Regresi Group 2
Model III (Post Tax Period)

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =   8172
Group variable: id                         Number of groups =   227

R-sq:  within = 0.2200                     Obs per group:  min =   36
        between = 0.3575                    avg =   36.0
        overall = 0.3088                    max =   36

corr(u_i, Xb) = 0.1963                     F(5,7940)      =   447.90
                                                Prob > F       =   0.0000

```

| pos | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------|-----------|-----------|--------|-------|----------------------|-----------|
| small | -.1441898 | .0906407 | -1.59 | 0.112 | -.3218695 | .0334899 |
| large | -.474227 | .119845 | -3.96 | 0.000 | -.7091548 | -.2392992 |
| growth | .2517875 | .074228 | 3.39 | 0.001 | .106281 | .397294 |
| size | 1.198737 | .0265967 | 45.07 | 0.000 | 1.1466 | 1.250873 |
| vol | -6.137739 | .5653738 | -10.86 | 0.000 | -7.24602 | -5.029458 |
| _cons | .0667591 | .0137454 | 4.86 | 0.000 | .0398145 | .0937037 |

```

sigma_u | 1.5905267
sigma_e | 1.0719156
rho      | .68766721 (fraction of variance due to u_i)

```

```

F test that all u_i=0:      F(226, 7940) =   75.27      Prob > F = 0.0000

```


Lampiran 20.
Hasil Output Regresi Group 3
Model III (Post Tax Period)

```
Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =    8172
Group variable: id                         Number of groups =    227

R-sq:  within = 0.0506                     Obs per group:  min =    36
        between = 0.0469                    avg =    36.0
        overall = 0.0395                    max =    36

corr(u_i, Xb) = -0.2875                     F(6,7939)      =    70.52
                                                Prob > F       =    0.0000
```

| pos | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
| small | -.4108918 | .1859619 | -2.21 | 0.027 | -.7754259 | -.0463577 |
| large | -1.159808 | .2237481 | -5.18 | 0.000 | -1.598413 | -.7212031 |
| growth | .2176418 | .0923833 | 2.36 | 0.019 | .0365463 | .3987373 |
| value | .1885787 | .1628897 | 1.16 | 0.247 | -.1307278 | .5078852 |
| size | .4280221 | .0221612 | 19.31 | 0.000 | .3845803 | .4714639 |
| vol | -1.251593 | 1.175108 | -1.07 | 0.287 | -3.555113 | 1.051928 |
| _cons | -.0545058 | .0718639 | -0.76 | 0.448 | -.1953779 | .0863662 |

```
sigma_u | 1.5438016
sigma_e | 2.6660601
rho     | .25110876   (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0:      F(226, 7939) =    10.85      Prob > F = 0.0000
```


Lampiran 25.
Hasil Output Regresi Group 4
Model III (Post Tax Period)

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =    8172
Group variable: id                            Number of groups =    227

R-sq:  within = 0.1411                        Obs per group:  min =    36
          between = 0.2782                      avg =    36.0
          overall = 0.2010                      max =    36

corr(u_i, Xb) = -0.1302                       F(6,7939)       =   217.39
                                                Prob > F        =    0.0000
-----+-----
      pos |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      small |   .3384553   .0697498     4.85   0.000   .2017275   .4751832
      large |  -.3747511   .0865288    -4.33   0.000  -.5443703  -.2051319
      growth |  -.0385212   .0334143    -1.15   0.249  -.104022   .0269797
      value |   .3888892   .0619824     6.27   0.000   .2673875   .510391
      size |   .2042999   .0076186    26.82   0.000   .1893656   .2192343
      vol |  -.0862188   .4782378    -0.18   0.857  -1.023691   .8512529
      _cons |  -.1299459   .0259944    -5.00   0.000  -.1809017  -.0789901
-----+-----

      sigma_u |   .78171461
      sigma_e |   .93688447
           rho |   .41044151   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

F test that all u_i=0:      F(226, 7939) =    24.05      Prob > F = 0.0000

```

