

## **REAKSI PASAR TERHADAP *DIVIDEN INITIATIONS* DAN *DIVIDEN OMISSIONS* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA**

**Oleh:**  
**Luciana Spica Almilia dan Dina Puspita**  
**STIE Perbanas Surabaya**

### **Abstract**

*This research aims at providing empirical evidence on market reaction of dividend initiations and dividend omissions. This study examines the market reaction of dividend announcement in the context of Jakarta Stock Exchange.*

*The samples consist of 29 firms with three times dividend initiations and dividend omissions announcement; 11 firms with two times dividend initiations and dividend omissions announcement; and 16 firms with one time dividend initiations and dividend omissions announcement. One sample t-test is used to test the hypothesis. It is hypothesis that market give reaction to dividend initiations and dividend omissions announcement. The variables that uses in this research is abnormal return and trading volume activity. The result of this research show that dividend initiations and dividend omissions announcement has information content and statistically significant responded by the market around the date of dividend initiations and dividend omissions announcement.*

**Keywords:** *market reaction, dividend initiations, dividend omissions, trading volume activity, abnormal return.*

### **LATAR BELAKANG PENELITIAN**

Pasar modal sekarang ini telah menjadi bagian penting dalam perekonomian negara. Hal ini dikarenakan pasar modal dipandang mempunyai peran yang sangat besar dalam sarana penyaluran dana. Pasar modal memberikan kepada pihak yang mempunyai surplus dana dalam masyarakat (investor) untuk memperoleh dana yang diperlukan dalam investasi. Pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat. Jika pasar modal sifatnya efisien, harga dari surat berharga juga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba perusahaan di masa mendatang serta kualitas dari manajemennya.

Dewasa ini semakin banyak masyarakat dan institusi yang melakukan investasi di pasar modal. Seorang investor bersedia untuk membeli saham karena berharap mendapat keuntungan yang lebih besar bila dibanding investasi di bidang lain. Pendapatan yang diharapkan dari investasi saham dapat berupa dividen dan *capital gain*. Dividen adalah pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham, sedangkan *capital gain* adalah keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli saham. Sebelum memutuskan apakah harus membeli, menahan atau menjual saham perusahaan yang dimiliki, setiap investor membutuhkan informasi yaitu salah satunya berupa pengumuman dividen.

Seorang investor yang rasional melakukan analisis sebelum membuat keputusan untuk berinvestasi. Investor membutuhkan informasi yang akan dijadikan sinyal untuk menilai prospek masa depan perusahaan. Ada dua jenis informasi yang merupakan sinyal penting bagi investor untuk menilai prospek masa depan perusahaan, yaitu laba per lembar saham dan dividen per lembar saham (Bukit dan Jogiyanto 2000). Dividen dianggap memiliki sinyal yang baik dan dapat dipercaya. Kebijakan perusahaan untuk membayar dividen bukan semata-mata ingin mendapat respon yang baik dari pasar karena pembayaran dividen memerlukan uang tunai. Ada kemungkinan laba yang diumumkan perusahaan dimanipulasi oleh pihak manajemen perusahaan tersebut, namun jumlah dividen kas yang akan dibayarkan kepada pemegang saham tidak dapat dimanipulasi

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direspon pasar, sebab seringkali dividen sebagai indikator prospek perusahaan dan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang menetapkan kebijakan membayar dividen pertama kali (*dividen initiations*) merupakan sinyal yang baik dan pasar akan merespon positif. Manajer perusahaan tidak akan membayar dividen kalau mereka tidak yakin dengan pertumbuhan laba dan arus kas masa depan. Sebaliknya kebijakan perusahaan

untuk menghapus dividen pertama kalinya (*dividen omissions*) merupakan sinyal yang buruk, sehingga pasar akan bereaksi negatif.

Teori kandungan informasi menyebutkan bahwa pasar menganggap peningkatan dividen sebagai sinyal peningkatan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Peningkatan dividen dapat dianggap sebagai sinyal keuntungan perusahaan. Perusahaan meningkatkan pembayaran dividen kalau arus kas yang ada di perusahaan mencukupi. Manajer perusahaan akan berusaha menyampaikan informasi yang sebenarnya, sebab informasi yang salah akan merugikan perusahaan itu sendiri. Perusahaan akan kehilangan kepercayaan dari investor. Peningkatan jumlah dividen tanpa arus kas yang mencukupi menimbulkan kerugian kalau perusahaan harus menutupi kekurangan kas dengan menerbitkan saham baru (memerlukan biaya penerbitan saham baru yang tinggi).

Perusahaan yang sebelumnya tidak membayar dividen, lalu membayar dividen untuk pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pembayaran dividen tersebut merupakan alat komunikasi perusahaan paling nyata kepada pasar mengenai kondisi kesehatan ekonomi perusahaan yang bersangkutan. Manajer tidak akan membayar dividen kalau mereka tidak yakin mengenai pertumbuhan laba dan arus kas perusahaan di masa mendatang. Teori kandungan informasi dividen menyebutkan bahwa pasar menganggap penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Perusahaan yang sebelumnya membayar dividen, lalu menghapus dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya. Berdasarkan uraian diatas, maka penelitian ini bertujuan untuk apakah pasar bereaksi secara positif terhadap pengumuman *dividen initiations*? dan apakah pasar bereaksi secara negatif terhadap pengumuman *dividen omissions*?

## **KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### ***Dividen Initiations dan Dividen Omissions***

Harapan investor mengenai prospek masa depan perusahaan bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Harapan investor ini bergantung pada informasi yang mereka peroleh mengenai perusahaan tersebut. Bukit dan Jogiyanto (2000 : 932), mendefinisikan *dividen initiations* yaitu “kebijakan perusahaan untuk membayar dividen pertama kalinya”. Dan *dividen omissions* yaitu “kebijakan perusahaan untuk menghapus dividen pertama kalinya”. Dalam kondisi asimetri informasi, investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk membayar dividennya merupakan sinyal yang bagus. Jika terdapat isyarat positif atas suatu informasi, maka tingkat permintaan saham yang terjadi akan lebih tinggi dibandingkan tingkat penawaran saham yang ada, sehingga diperkirakan terjadi kenaikan dalam volume perdagangan saham dan harga saham. Sebaliknya investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk menghapus dividennya merupakan sinyal prospek masa depan perusahaan yang kurang cerah. Perubahan harga saham dan volume perdagangan saham karena perubahan dividen menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi.

Peningkatan dividen dapat dianggap sebagai sinyal keuntungan perusahaan. Perusahaan meningkatkan pembayaran dividen jika ada arus kas yang mencukupi, sebab informasi yang salah akan merugikan perusahaan itu sendiri. Pembayaran dividen tersebut merupakan alat komunikasi perusahaan yang paling nyata kepada pasar mengenai kondisi kesehatan ekonomi perusahaan yang bersangkutan. Manajer perusahaan tidak akan membayar dividen jika mereka tidak yakin mengenai pertumbuhan laba dan arus kas perusahaan di masa mendatang. Teori kandungan informasi dividen lain yang dikemukakan oleh Brigham dan Gapenski menyebutkan bahwa pasar menganggap

penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Perusahaan yang dulunya membayar dividen lalu membayar dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya.

Dalam penelitian ini kriteria pengambilan sampel untuk perusahaan yang melakukan *dividen initiations* adalah perusahaan yang minimal tiga tahun berturut-turut tidak membayar dividen tunai tahunan dan kriteria untuk *dividen omissions* adalah perusahaan yang minimal tiga tahun berturut-turut selalu membayar dividen tunai tahunan. Hal ini dilakukan dengan alasan untuk lebih mengetahui reaksi pasar positif atau negatif yang terjadi di pasar modal. Dan dengan pertimbangan jika mengambil kriteria satu kali berturut-turut berarti perusahaan satu tahun membayar dividen, satu tahun menghapus dividen, besoknya membayar lalu menghapus lagi dan begitu seterusnya. Hal ini menggambarkan bahwa pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan tidak stabil dan dapat diinterpretasikan sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang tidak sehat dan itu kemungkinan besar sudah menandakan bahwa prospek perusahaan di masa mendatang akan menurun, sehingga pasar akan bereaksi negatif. Dan jika mengambil kriteria dua kali berturut-turut, itu sudah dilakukan oleh peneliti terdahulu.

### **Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap *Return Saham* dan Volume Perdagangan Saham**

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direspon pasar karena informasi yang dipublikasikan mengakibatkan baik reaksi harga maupun reaksi volume perdagangan. Oleh karena itu kandungan informasi dari suatu pengumuman dividen

tersebut tidak hanya berpengaruh pada harga yang tercermin pada *return* saham tetapi juga terhadap volume perdagangan saham dilihat dari reaksi volume perdagangannya yang diukur melalui *abnormal volume* yang dihasilkan.

Pembagian dividen yang stabil dapat diinterpretasikan sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang sehat. Adanya pembayaran atau penghapusan dividen sering ditafsirkan sebagai keyakinan manajemen akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan mengumumkan pembayaran dividen, hal ini dapat ditafsirkan sebagai harapan manajemen akan membaiknya kondisi perusahaan di masa yang akan datang. Akan tetapi sebaliknya, apabila perusahaan mengumumkan penghapusan dividen, hal ini ditafsirkan sebagai harapan manajemen akan memburuknya kondisi perusahaan di masa mendatang.

Informasi tentang pengumuman dividen dapat memberikan sinyal bagi pelaku pasar yang akan dicerminkan oleh reaksi harga dan volume perdagangan saham yang terjadi di pasar segera setelah adanya pengumuman dividen. Dengan mengumumkan *dividen initiations*, perusahaan emiten memberikan sinyal bahwa kinerja perusahaan meningkat. Hal ini akan menimbulkan reaksi yang positif dari pasar, sehingga para investor membeli saham perusahaan tersebut yang mengakibatkan harga saham naik sehingga terjadi *return* positif dan volume perdagangan meningkat.

Sebaliknya pengumuman *dividen omissions* akan dianggap oleh pelaku pasar sebagai berita buruk karena perusahaan mempunyai kesulitan likuiditas sehingga permintaan saham yang terjadi akan lebih rendah dibandingkan tingkat penawaran sehingga diperkirakan terjadi penurunan dalam volume perdagangan saham dan mengakibatkan harga saham turun sehingga terjadi *return* negatif.

Dengan demikian maka dapat diketahui bahwa volume perdagangan saham berubah-ubah mengikuti perubahan pengharapan investor atas informasi yang mereka peroleh.

Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal dapat menunjukkan aktivitas perdagangan di bursa efek dan mencerminkan keputusan investasi bagi para investor.

Penelitian di Indonesia tentang pengaruh *Dividen Initiation* dan *Dividen Omissions* terhadap return saham dan volume perdagangan dilakukan oleh Rina Br Bukit dan Jogiyanto (2000). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap perubahan kebijakan perusahaan untuk membayar atau menghapus dividen tunai pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta. Populasi yang digunakan adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di BEJ. Adapun hasil penelitiannya adalah pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen dan penghapusan dividen untuk pertama kali. Sedangkan pengujian secara khusus untuk perusahaan yang membayar dividen untuk pertama kali menunjukkan adanya reaksi pasar pada tiga hari dalam *event window*, yaitu pada  $t-10$  (signifikan pada  $\alpha = 10\%$ ), pada  $t+1$  (signifikan pada  $\alpha = 1\%$ ), dan pada  $t+6$  (signifikan pada  $\alpha = 5\%$ ). Ini membuktikan bahwa informasi sudah menyebar dengan cepat dan merata bagi investor. Sementara untuk pengujian terakhir, yaitu terhadap perusahaan yang menghapus dividen untuk pertama kalinya tidak ditemukan adanya reaksi pasar yang negatif dan signifikan.

Rita Widayanti dan Mario Rio Rita (2004) meneliti tentang kandungan informasi dividen dan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman dividen berdasarkan pertumbuhan investasinya. Populasi sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ. Adapun hasil penelitiannya adalah kandungan informasi dividen untuk pengumuman pembayaran dividen pertama kalinya menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif, sedangkan untuk pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif. Kemudian pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividen initiations* dari perusahaan tidak tumbuh; pasar bereaksi positif terhadap

pengumuman *dividen omissions* dari perusahaan tumbuh; dan pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *dividen omissions* dari perusahaan tidak tumbuh.

Dian Lidiana Anggraeni (2006) meneliti tentang pengaruh *dividen initiations* dan *dividen omissions* terhadap *return* dan *abnormal* volume saham pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Populasi sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ. Adapun hasil penelitiannya adalah *dividen initiations* mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *abnormal return* saham pada perusahaan tidak tumbuh. Kemudian *dividen omissions* berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal* volume saham pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Kriteria pengambilan sampel dalam penelitian Dian Lidiana Anggraeni untuk kategori perusahaan yang melakukan *dividen initiations* yaitu perusahaan yang membayar dividen tunai untuk pertama kalinya setelah minimal dua kali berturut-turut tidak membayar dividen tunai tahunan. Untuk kategori perusahaan yang melakukan *dividen omissions* yaitu perusahaan yang minimal dua tahun berturut-turut selalu membayar dividen secara rutin, namun pada tahun ketiga tidak melakukan pembayaran dividen. Sedangkan dalam penelitian ini pengambilan sampel dengan kriteria perusahaan yang melakukan *dividen initiations* adalah perusahaan yang membayar dividen tunai pertama kalinya setelah minimal satu, dua dan tiga kali berturut-turut tidak membayar dividen tahunan. Dan perusahaan yang melakukan *dividen omissions* adalah perusahaan yang menghapus dividen tunai pertama kalinya setelah minimal satu, dua dan tiga kali berturut-turut membayar dividen tahunan.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub> : Pasar bereaksi secara positif terhadap pengumuman *dividen initiations*.**

**H<sub>2</sub> : Pasar bereaksi secara negatif terhadap pengumuman *dividen omissions*.**

## **METODA PENELITIAN**

### **Populasi, Sampel dan Tehnik Pengambilan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di BEJ. Pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk periode 2001-2004. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut :

1. Terdaftar di BEJ dari tahun 1998-2004.
2. Perusahaan yang melakukan *dividen initiations* adalah perusahaan yang membayar dividen tunai pertama kalinya setelah minimal satu, dua dan tiga kali berturut-turut tidak membayar dividen tunai tahunan.
3. Perusahaan yang melakukan *dividen omissions* adalah perusahaan yang menghapus dividen tunai pertama kalinya setelah minimal satu, dua dan tiga kali berturut-turut membayar dividen tunai tahunan.
4. Selama periode peristiwa, perusahaan tidak melakukan *corporate action* lainnya seperti *stock split*, *right issue*, *merger*, akuisisi, dan lain-lain. Hal ini bertujuan untuk menghindari bias hasil dari penelitian yang telah dilakukan selama periode pengujian.

### **Data dan Metoda Pengumpulan Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan-laporan yang telah dipublikasikan di BEJ antara lain harga saham harian, IHSG harian, tanggal Rapat Umum Pemegang Saham, serta jumlah dividen tunai per lembar yang dibayarkan . Data sekunder tersebut juga berasal dari internet, *Indonesian Capital Market Directory*, *Indonesian Securities Market Database*, dan media yang lain.

Metode pengumpulan datanya menggunakan metode dokumenter, yaitu teknik pengumpulan data yang dilakukan dengan cara mengumpulkan beberapa data dan mencatat data yang telah didokumentasikan yang berhubungan dengan penelitian yang meliputi laporan keuangan, sejarah dari perusahaan manufaktur yang *go public*. Juga dari data yang diterbitkan oleh pusat referensi pasar modal serta data dari media massa.

### **Definisi Operasional Variabel Penelitian**

Untuk memberikan penjelasan terhadap variabel yang dianalisis, berikut akan diuraikan definisi operasional serta pengukuran dari masing-masing variabel:

1. *Abnormal Return (AR)* dalam penelitian ini adalah selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Untuk memperkirakan *expected return* dalam penelitian ini yaitu menggunakan pendekatan *Market Model* yang sudah dikoreksi. *Expected return* merupakan return yang diharapkan akan terjadi pada masa yang akan datang. Setelah itu dihitung *abnormal return* saham, kemudian dihitung rata-rata *abnormal return*.
2. *Trading Volume Activity (TVA)* merupakan tingkat aktivitas perdagangan saham yang terjadi pada waktu tertentu yang dapat dihitung dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan itu dalam kurun waktu yang sama. Setelah TVA masing-masing tersebut diketahui, kemudian dihitung rata-rata volume perdagangan relatif untuk sampel-sampel secara keseluruhan dengan menggunakan persamaan:

$$\bar{X}_{TVA} = \frac{\sum TVA}{n}$$

Dimana :

$$\bar{X}_{TVA} = \text{Rata } trading \text{ volume activity}$$

$\Sigma TVA =$  Jumlah relatif volume perdagangan saham

n = Jumlah sampel

### **Tehnik Analisis Data**

Tahap yang dilakukan sebelum melakukan analisis data adalah sebagai berikut :

1. Mengidentifikasi tanggal pengumuman dividen, dalam hal ini dengan melihat tanggal dilakukannya RUPS, sebab dalam RUPS tersebut akan diputuskan berbagai kebijakan perusahaan, termasuk didalamnya kebijakan dividen. Tanggal RUPS tersebut dianggap sebagai hari ke-0.
2. Menentukan *event window* atau periode dimana pengaruh *dividen initiations* dan *dividen omissions* akan diamati. *Event window* yang digunakan dalam penelitian ini adalah selam 21 hari, yaitu sepuluh hari sebelum pengumuman (t-10), pada saat pengumuman, dan sepuluh hari setelah pengumuman (t+10).
3. Menghitung return saham atau *actual return* harian individual, *expected return*, *abnormal return* (AR), *average abnormal return* (AAR), dan *cummulative average abnormal return* (CAAR) selama periode peristiwa dari masing-masing saham perusahaan sampel pada periode t selama periode uji.
4. Menghitung dari masing-masing saham perusahaan sampel pada periode t selama periode uji.
5. Menghitung *trading volume activity* (TVA) dan *average trading volume activity* ( $X_{TVA}$ ) dari masing-masing saham perusahaan sampel pada periode t selama periode uji.
6. Melakukan pengujian hipotesis uji statistik yang akan digunakan adalah one sample t-test.

## HASIL PENELITIAN

### Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan antara nilai  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$  dari *Abnormal return* (AR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) selama *event window* pada kelompok *dividen initiations* dan *dividen omissions* tiga kali berturut-turut, dua kali berturut-turut dan satu kali berturut-turut. Penelitian ini menggunakan statistik uji t (*one sample t-test*).

### Pengujian Hipotesis terhadap *Abnormal Return* (AR)

Pengujian yang pertama dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen initiations* tiga kali berturut-turut terhadap *abnormal return*. Hasil output SPSS dapat dilihat pada tabel 2 (lihat lampiran) yang menunjukkan bahwa pada  $t=0$  diperoleh  $t_{hitung}$  yang lebih kecil dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang negatif. Namun investor salah persepsi karena pada periode pengamatan  $t+9$  mempunyai  $t_{hitung}$  lebih besar dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya *dividen initiations* tiga kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Pada saat  $t+9$  ditemukan adanya reaksi yang positif dan signifikan yaitu dengan ditandai  $t_{hitung}$  lebih besar dari  $t_{tabel}$ . Nilai  $t_{hitung}$  pada saat  $t+9$  adalah 1,865. Hal ini berarti  $H_0$  ditolak yang artinya *dividen initiations* tiga kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Dengan demikian pengumuman *dividen initiations* yang dilakukan perusahaan mempunyai kandungan informasi bagi investor. Investor beranggapan perusahaan dalam kelompok *dividen initiations* tiga kali berturut-turut yang mengumumkan pembayaran dividen mencerminkan perusahaan tersebut mempunyai likuiditas yang baik. Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rita Widayanti dan Maria

Rio Rita (2004) yang memberikan kesimpulan bahwa kandungan informasi dividen untuk pengumuman pembayaran dividen pertama kalinya menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif.

Pengujian yang kedua dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen omissions* tiga kali berturut-turut terhadap *abnormal return*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 3 (lihat di lampiran) dimana sebelum pengumuman RUPS yaitu pada  $t-7$  mempunyai  $t_{hitung}$  yang lebih besar dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen omissions* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan, yang artinya *dividen omission* direaksi oleh pasar. Adanya pengaruh yang signifikan pada hari sebelum pengumuman RUPS disebabkan karena kebocoran informasi, hal ini terjadi karena sebagian investor telah memperoleh akses informasi dari orang dalam. Demikian juga pada  $t=0$  dimana  $t_{hitung}$  lebih besar dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya pada saat pengumuman RUPS diperoleh hasil yang negatif dan signifikan, sehingga ada reaksi pasar pada saat pengumuman *dividen omissions*. Sebagai contoh, pada hari ( $t -7$ ), mempunyai  $t_{hitung}$  negatif sebesar -1,951 yang terletak di daerah penolakan  $H_0$ , artinya *dividen omissions* tiga kali berturut-turut mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Adanya pengaruh yang signifikan pada hari sebelum pengumuman RUPS disebabkan karena kebocoran informasi, hal ini terjadi karena sebagian investor telah memperoleh akses informasi dari orang dalam. Begitu juga pada  $t=0$  yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan, hal itu menunjukkan informasi telah tersebar secara merata. Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rita Widayanti dan Maria Rio Rita (2004) yang menyimpulkan bahwa pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif.

Pengujian yang ketiga dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen initiations* dua kali berturut-turut terhadap *abnormal return*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 4 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{\text{tabel}}$  untuk uji satu sisi kanan sebesar 1,943. Dari tabel 4 diperoleh  $t_{\text{hitung}}$  dari *abnormal return* selama periode pengamatan lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$ , sehingga  $H_0$  diterima, artinya *dividen initiations* dua kali berturut-turut tidak direaksi oleh pasar dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang tidak menguntungkan bagi investor. Sebagai contoh, pada hari (t -7), mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  sebesar -0.992 dan pada hari (t-3) mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  sebesar 1.008 yang terletak di daerah penerimaan  $H_0$ , artinya *dividen initiations* dua kali berturut-turut tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang tidak menguntungkan bagi investor. Tidak adanya reaksi *abnormal return* positif menunjukkan bahwa pengumuman *dividen initiations* umumnya diasumsikan sebagai *bad news* yang tidak mempengaruhi harga saham. Investor tidak menganggap perusahaan dalam kelompok *dividen initiations* dua kali berturut-turut yang mengumumkan pembayaran dividen pertama kali sebagai sinyal yang penting bagi mereka. Investor mungkin lebih menyukai jika emiten menahan sebagian laba bersih, untuk ditanamkan kembali sebagai investasi agar perusahaan semakin tumbuh. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rina Br Bukit dan Jogyanto (2000), yang menghasilkan kesimpulan bahwa untuk perusahaan yang membayar dividen untuk pertama kali menunjukkan adanya reaksi pasar pada tiga hari dalam *event window*, yaitu pada t-10 (signifikan pada  $\alpha = 10\%$ ), pada t+1 (signifikan pada  $\alpha = 1\%$ ) dan pada t+6 (signifikan pada  $\alpha = 5\%$ ).

Pengujian yang keempat dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen omissions* dua kali berturut-turut terhadap *abnormal return*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 5 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka

diperoleh nilai  $t_{\text{tabel}}$  untuk uji satu sisi kiri sebesar -2.353. Dari tabel 5 diperoleh  $t_{\text{hitung}}$  dari *abnormal return* selama periode pengamatan lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$ , sehingga  $H_0$  diterima, artinya *dividen omissions* dua kali berturut-turut tidak direaksi oleh pasar dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang tidak direspon oleh investor. Sebagai contoh, pada hari  $(t + 10)$ ,  $(t+4)$  masing-masing mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  sebesar -0.476 dan 2.277 yang terletak di daerah penerimaan  $H_0$ , artinya *dividen omissions* dua kali berturut-turut tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang kurang menguntungkan bagi investor. Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rina Br Bukit dan Jogiyanto (2000) yang menyimpulkan bahwa pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya tidak ditemukan adanya reaksi pasar yang negatif dan signifikan.

Pengujian yang kelima dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen initiations* satu kali berturut-turut terhadap *abnormal return*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 6 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{\text{tabel}}$  untuk uji satu sisi kanan sebesar 2,015. Dari tabel 6 dapat dilihat bahwa pada  $t=0$  diperoleh  $t_{\text{hitung}}$  yang lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$ , sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif namun tidak signifikan, yang berarti tidak ada respon dari investor. Namun investor salah persepsi karena pada periode pengamatan  $t+7$  mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  lebih besar dari  $t_{\text{tabel}}$ , sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya *dividen initiations* satu kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Pada saat  $t+7$  ditemukan adanya reaksi yang positif dan signifikan yaitu dengan ditandai  $t_{\text{hitung}}$  lebih besar dari  $t_{\text{tabel}}$ . Nilai  $t_{\text{hitung}}$  pada saat  $t+9$  adalah 1,865. Hal ini berarti  $H_0$  ditolak yang artinya *dividen initiations* satu kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Reaksi *abnormal return* positif menunjukkan bahwa pengumuman

*dividen initiations* umumnya diasumsikan sebagai *good news* yang menyebabkan naiknya harga saham. Investor beranggapan perusahaan dalam kelompok *dividen initiations* satu kali berturut-turut yang mengumumkan pembayaran dividen mencerminkan perusahaan tersebut mempunyai likuiditas yang baik.

Pengujian yang keenam dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen omissions* satu kali berturut-turut terhadap *abnormal return*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 7 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{\text{tabel}}$  untuk uji satu sisi kiri sebesar -1.833. Dari tabel 7 di atas diperoleh  $t_{\text{hitung}}$  dari *abnormal return* selama periode pengamatan lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$ , sehingga  $H_0$  diterima, artinya *dividen omissions* satu kali berturut-turut tidak direaksi oleh pasar dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang tidak direspon oleh investor. Sebagai contoh, pada hari  $(t - 6)$  dan  $(t - 7)$  masing-masing mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  sebesar -0.015 dan 0.534 yang terletak di daerah penerimaan  $H_0$ , artinya *dividen omissions* satu kali berturut-turut tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *abnormal return*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang tidak menguntungkan bagi investor. Ini menunjukkan bahwa tidak terdapatnya reaksi dari investor atas informasi yang diterima dari peristiwa pengumuman dividen. Investor tidak bereaksi dengan cepat atas informasi yang berupa pengumuman dividen, hal ini menyebabkan informasi tersebut kurang memberikan pengaruh pada *abnormal return*. Hal ini disebabkan karena terdapat kelompok investor yang lebih menyukai adanya pembayaran dividen.

### **Pengujian Hipotesis terhadap *Trading Volume Activity* (TVA)**

Pengujian yang pertama dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen initiations* tiga kali berturut-turut terhadap *trading volume activity*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 8 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka

diperoleh nilai  $t_{\text{tabel}}$  untuk uji satu sisi kanan seperti pada tabel 8. Dari tabel 8 dapat dilihat bahwa sebelum pengumuman RUPS yaitu pada  $t-10$ ,  $t-7$ ,  $t-4$  sampai  $t-1$  mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  yang lebih besar dari  $t_{\text{tabel}}$ , sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, yang artinya *dividen initiations* direaksi oleh pasar. Adanya pengaruh yang signifikan pada hari sebelum pengumuman RUPS disebabkan karena kebocoran informasi, hal ini terjadi karena sebagian investor telah memperoleh akses informasi dari orang dalam. Pasar memanfaatkan hal tersebut untuk mendapatkan keuntungan. Pada waktu di bursa belum ada informasi keputusan tentang pembayaran dividen, namun bagi investor *well informed* dalam arti memiliki akses informasi yang cepat akan menikmati keuntungan. Sebab, pengumuman *dividen initiations* umumnya ditanggapi sebagai berita baik yang menyebabkan harga saham naik. Selain itu para investor telah memrediksikan kapan suatu perusahaan akan mengumumkan *dividen initiations*. Pada  $t=0$   $t_{\text{hitung}}$  lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$  sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak yang artinya tidak ada reaksi pasar pada saat pengumuman RUPS. Namun pada  $t+3$ ,  $t+4$ ,  $t+6$ ,  $t+9$  dan  $t+10$   $t_{\text{hitung}}$  lebih dari  $t_{\text{tabel}}$  sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, yang artinya *dividen initiations* direaksi oleh pasar. Sebagai contoh, pada hari ( $t - 10$ ) mempunyai  $t_{\text{hitung}}$  2.435 yang terletak di daerah penolakan  $H_0$ , artinya *dividen initiations* tiga kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *trading volume activity*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang menguntungkan bagi investor.

Pengujian yang kedua dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen omissions* tiga kali berturut-turut terhadap *trading volume activity*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 9 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{\text{tabel}}$  untuk uji satu sisi kiri seperti pada tabel 9. Dari tabel 9 diperoleh  $t_{\text{hitung}}$  dari *trading volume activity* selama periode pengamatan lebih kecil dari  $t_{\text{tabel}}$ ,

sehingga  $H_0$  diterima, artinya *dividen omissions* tiga kali berturut-turut tidak direaksi oleh pasar. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang tidak direspon investor. Sebagai contoh, pada hari  $(t + 1)$  mempunyai  $t_{hitung}$  sebesar 1.446 yang terletak di daerah penerimaan  $H_0$ , artinya *dividen omissions* tiga kali berturut-turut tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *trading volume activity*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang menguntungkan bagi investor.

Pengujian yang ketiga dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen initiations* dua kali berturut-turut terhadap *trading volume activity*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 10 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{tabel}$  untuk uji satu sisi kanan seperti pada tabel 10. Hasil pengujian terhadap *average trading volume activity* pada tabel 10. Dari tabel 10 dapat dilihat bahwa sebelum pengumuman RUPS yaitu pada  $t-1$  mempunyai  $t_{hitung}$  yang lebih besar dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, yang artinya *dividen initiations* direaksi oleh pasar. Adanya pengaruh yang signifikan pada hari sebelum pengumuman RUPS disebabkan karena kebocoran informasi, hal ini terjadi karena sebagian investor telah memperoleh akses informasi dari orang dalam. Pasar memanfaatkan hal tersebut untuk mendapatkan keuntungan. Pada waktu di bursa belum ada informasi keputusan tentang pembayaran dividen, namun bagi investor *well informed* dalam arti memiliki akses informasi yang cepat akan menikmati keuntungan. Sebab, pengumuman *dividen initiations* umumnya ditanggapi sebagai berita baik yang menyebabkan harga saham naik. Selain itu para investor telah memprediksikan kapan suatu perusahaan akan mengumumkan *dividen initiations*. Namun pada  $t=0$   $t_{hitung}$  lebih kecil dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak yang artinya tidak ada reaksi pasar pada saat pengumuman RUPS. Namun pada  $t+7$   $t_{hitung}$  lebih dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, yang

artinya *dividen initiations* direaksi oleh pasar. Sebagai contoh pada saat  $t+7$  ditemukan adanya reaksi yang positif dan signifikan yaitu dengan ditandai  $t_{hitung}$  lebih besar dari  $t_{tabel}$ . Nilai  $t_{hitung}$  pada saat  $t+7$  adalah 62.707. Hal ini berarti  $H_0$  ditolak yang artinya *dividen initiations* dua kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *trading volume activity*.

Pengujian yang keempat dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen omissions* dua kali berturut-turut terhadap *trading volume activity*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 11 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{tabel}$  untuk uji satu sisi kiri seperti pada tabel 11. Dari tabel 11 diperoleh  $t_{hitung}$  dari *trading volume activity* selama periode pengamatan lebih kecil dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  diterima, artinya *dividen omissions* dua kali berturut-turut tidak direaksi oleh pasar. Sebagai contoh, pada hari  $(t - 4)$  mempunyai  $t_{hitung}$  sebesar 1.589 yang terletak di daerah penerimaan  $H_0$ , artinya *dividen omissions* dua kali berturut-turut tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *trading volume activity*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang kurang menguntungkan bagi investor.

Pengujian yang kelima dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen initiations* satu kali berturut-turut terhadap *trading volume activity*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 12 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{tabel}$  untuk uji satu sisi kanan seperti pada tabel 12. Dari tabel 12 dapat dilihat bahwa sebelum pengumuman RUPS yaitu pada  $t-10$  mempunyai  $t_{hitung}$  yang lebih besar dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, yang artinya *dividen initiations* direaksi oleh pasar. Adanya pengaruh yang signifikan pada hari sebelum pengumuman RUPS disebabkan karena kebocoran informasi, hal ini terjadi karena sebagian investor telah memperoleh akses informasi dari orang dalam. Pasar memanfaatkan hal tersebut untuk

mendapatkan keuntungan. Pada waktu di bursa belum ada informasi keputusan tentang pembayaran dividen, namun bagi investor *well informed* dalam arti memiliki akses informasi yang cepat akan menikmati keuntungan. Sebab, pengumuman *dividen initiations* umumnya ditanggapi sebagai berita baik yang menyebabkan harga saham naik. Selain itu para investor telah memrediksikan kapan suatu perusahaan akan mengumumkan *dividen initiations*. Namun pada  $t=0$   $t_{hitung}$  lebih kecil dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak yang artinya tidak ada reaksi pasar pada saat pengumuman RUPS. Namun pada  $t+3$   $t_{hitung}$  lebih dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *dividen initiations* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan, yang artinya *dividen initiations* direaksi oleh pasar. Sebagai contoh, pada hari  $(t + 3)$  mempunyai  $t_{hitung}$  sebesar 13.799 yang terletak di daerah penolakan  $H_0$ , artinya *dividen initiations* satu kali berturut-turut mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *trading volume activity*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang menguntungkan bagi investor.

Pengujian yang keenam dilakukan untuk melihat pengaruh pengumuman kelompok *dividen omissions* satu kali berturut-turut terhadap *trading volume activity*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 13 (lihat di lampiran) dengan menggunakan nilai  $\alpha$  sebesar 5 persen, maka diperoleh nilai  $t_{tabel}$  untuk uji satu sisi kiri seperti pada tabel 13. Hasil pengujian terhadap *average trading volume activity* pada tabel 13. Dari tabel 13 diperoleh  $t_{hitung}$  dari *trading volume activity* selama periode pengamatan lebih kecil dari  $t_{tabel}$ , sehingga  $H_0$  diterima, artinya *dividen omissions* satu kali berturut-turut tidak direaksi oleh pasar. Sebagai contoh, pada hari  $(t + 9)$  mempunyai  $t_{hitung}$  yang terletak di daerah penerimaan  $H_0$ , artinya *dividen omissions* satu kali berturut-turut tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *trading volume activity*. Dan hal ini menunjukkan adanya informasi yang kurang menguntungkan bagi investor.

## **SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN PENELITIAN SELANJUTNYA**

Berdasarkan analisis penelitian yang telah dikemukakan di muka, maka dapat diambil suatu kesimpulan sesuai dengan rumusan masalah dan tujuan yang telah ditetapkan. Adapun kesimpulan yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut: Berdasarkan uji t (*one sample t-test*) dengan dapat disimpulkan bahwa: *Dividen initiations* dan *Dividen omission* direaksi oleh pasar. Sedangkan keterbatasan penelitian ini adalah periode amatan yang digunakan relatif singkat, yaitu pada tahun 2001 – 2004. Sehingga jumlah sampel yang diperoleh sedikit dan terdapat saham yang tidak aktif diperdagangkan dari perusahaan sampel. Sedangkan saran untuk penelitian selanjutnya adalah: periode penelitian diperpanjang sehingga sampel penelitian yang diperoleh dapat lebih banyak dan dalam pengujian hendaknya lebih kompleks dimana peneliti hanya menguji masing-masing variabel hendaknya pada penelitian selanjutnya diuji secara bersama-sama variabel tersebut (*abnormal return* dan *trading volume activity*) yang dihubungkan dengan pengumuman pembagian dividen tunai, serta perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan.

## DAFTAR RUJUKAN

- Ambar Woro Hastuti dan Bambang Sudibyo. 1998. Laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham. *Jurnal Research Akuntansi Indonesia*. Vol. 1, No. 2 Juli : 239-254
- Bandi dan Jogiyanto Hartono. 2000. Perilaku Reaksi Harga Dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Dividen. *Jurnal Research Akuntansi Indonesia*. Vol. 3, No. 2 Juli : 203-213
- Brigham, E. F. dan L. C Gapenski. 1999. *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition. The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi kedua. Yogyakarta : BPF
- Lukas Setia Amaja. 1999. *Manajemen Keuangan* . Edisi Revisi. Yogyakarta : Penerbit Liberty.
- Napa J. Awat. 1999. *Manajemen Keuangan (Pendekatan Matematis)*. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Nur Indriantoro dan Bambang Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Edisi Pertama. Yogyakarta : BPF
- Ridwan S. Sundjaja dan Inge Barlian. 2001. *Manajemen Keuangan Dua*. Edisi kedua. Jakarta : PT. Prenhallindo.
- Rina Br Bukit dan Jogiyanto H.M. 2000. Market Reactions To Dividend Initiations And Dividend Omissions : Empirical Study On Jakarta Stock Exchange. *Makalah SNA III* : 931-955
- Rita Widayanti dan Maro Rio Rita. 2004. “Reaksi Pasar Dan Pertumbuhan Investasi Perusahaan Yang Mengumumkan Dividen Initiations Dan Dividen Omissions. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. X, No. 1
- Sharpe William F, Alexander Gordon J, Bailey Jeffery V. 1997. Diterjemahkan oleh Henry Njooliangtik, Agustiono. *Investasi*. Edisi bahasa Indonesia. Jilid 2. Jakarta : PT. Prenhallindo

**Tabel 1**  
**PEMILIHAN SAMPEL PENELITIAN**

Keterangan	Jumlah Perusahaan
<b>Perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2004</b>	<b>333</b>
Perusahaan selain manufaktur	(180)
<b>Perusahaan manufaktur</b>	<b>153</b>
Perusahaan manufaktur yang tidak melakukan <i>dividen initiations</i> dan <i>dividen omissions</i>	(106)
Perusahaan manufaktur yang melakukan <i>corporate action</i> selama periode penelitian	(3)
<b>Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel</b>	<b>44</b>

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 1998-2004

**Tabel 2**

**HASIL UJI STATISTIK AAR KELOMPOK *DIVIDEN INITATIONS* TIGA KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	AAR	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	0.09238857	1.360	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	-0.01852143	-0.250	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	-0.02017357	-0.338	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.02379786	0.990	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	0.08460071	1.628	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	-0.01792857	-0.205	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	-0.10038500	-1.460	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	0.01986571	0.537	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	-0.02020500	-0.210	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	-0.11600786	-1.515	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	-0.02974429	-0.684	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.07206286	1.096	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	-0.08276929	-1.369	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	-0.06594143	-0.888	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.02986071	0.769	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	0.00373286	0.044	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.03063214	0.358	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	-0.06784786	-1.055	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	0.04033071	0.605	1.771	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.15880429	1.865	1.771	H <sub>0</sub> ditolak
t + 10	-0.03896786	-0.412	1.771	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 3**

**HASIL UJI STATISTIK AAR KELOMPOK *DIVIDEN OMISSIONS*  
 TIGA KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	AAR	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	-0.00624333	-0.113	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	-0.02870600	-0.586	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	-0.05577800	-0.576	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	-0.19456333	-1.951	-1.761	H <sub>0</sub> ditolak
t - 6	0.01221733	0.142	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	-0.02824000	-0.280	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	-0.11620533	-1.051	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	-0.07852067	-1.043	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.07557733	1.812	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	-0.17525333	-1.757	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	-0.21233667	-1.983	-1.761	H <sub>0</sub> ditolak
t + 1	0.09746000	2.053	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	0.02698067	0.310	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	-0.06234333	-0.758	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.11540667	1.889	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	-0.06966867	-0.803	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.07916667	0.940	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.03032067	0.251	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	-0.09372400	-0.967	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	-0.07445400	-1.113	-1.761	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	-0.12532067	-1.368	-1.761	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 4**

**HASIL UJI STATISTIK AAR KELOMPOK *DIVIDEN INITATIONS*  
DUA KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	AAR	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
T - 10	-0.12587143	-0.981	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	-0.04156143	-1.081	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.00972857	0.562	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	-0.13945571	-0.992	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	0.03273714	0.665	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	0.02626286	0.915	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.07212429	0.864	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	0.05941429	1.008	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.03988857	0.973	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.09226714	1.028	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	-0.06863571	-0.954	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.05231286	0.974	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	0.15769714	1.545	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	-0.00157857	-0.012	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	-0.20473429	-1.438	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	-0.17148429	-1.385	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	-0.10060286	-0.905	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	-0.09026000	-1.245	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	0.05568355	0.374	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	-0.05646714	-0.468	1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.00111571	0.008	1.943	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 5**

**HASIL UJI STATISTIK AAR KELOMPOK *DIVIDEN OMISSIONS*  
DUA KALI BERTURUT-TURUT**

<b>Hari</b>	<b>AAR</b>	<b>t<sub>hitung</sub></b>	<b>t<sub>tabel</sub></b>	<b>Kesimpulan</b>
t - 10	0.12970750	0.742	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	-0.14573000	-1.277	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.11151500	1.349	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.16745500	0.942	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	-0.14461750	-1.014	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	-0.09362250	-0.355	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.03475250	0.115	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	-0.17438500	-1.077	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	-0.22457750	-0.985	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	-0.37395500	-1.416	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	-0.25957500	-1.568	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	-0.28106750	-1.177	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	-0.46803750	-1.808	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	-0.05221750	-0.480	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.11143000	2.277	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	-0.09503000	-0.855	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	-0.02613250	-0.184	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.09552750	1.283	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	-0.09750250	-0.684	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.34392500	1.615	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	-0.10720750	-0.476	-2.353	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 6**

**HASIL UJI STATISTIK AAR KELOMPOK *DIVIDEN INITATIONS*  
SATU KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	AAR	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	-0.13877333	-0.933	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	-0.11965000	-0.994	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	-0.02911333	-1.940	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	-0.17165833	-1.076	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	-0.05719000	-1.127	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	0.02555167	0.810	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	-0.00209667	-0.261	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	-0.07128833	-1.090	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.03746667	0.800	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.10066333	0.982	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	0.07931333	0.974	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.13155167	0.944	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	-0.11460333	-0.978	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	-0.10389833	-1.105	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.15906500	1.050	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	-0.13750000	-1.056	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	-0.01911667	-0.848	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.00418000	2.151	2.015	H <sub>0</sub> ditolak
t + 8	-0.14624000	-1.003	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	-0.03847000	-1.065	2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.01764833	1.184	2.015	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 7**

**HASIL UJI STATISTIK AAR KELOMPOK DIVIDEN OMISSIONS SATU KALI  
BERTURUT-TURUT**

Hari	AAR	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	-0.06154600	-1.118	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	-0.00525600	-0.039	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	-0.16356800	-1.605	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.01203800	0.534	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	-0.00221100	-0.015	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	-0.13039700	-1.493	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	-0.00067100	-0.021	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	0.01182000	0.853	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	-0.12077100	-1.182	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.02485100	0.532	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	0.03421200	1.773	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.06550100	1.303	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	-0.11576600	-1.257	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	0.01755700	0.468	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.06007300	1.022	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	-0.01830100	-0.235	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.08646600	2.044	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.03335700	1.393	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	0.05074500	0.894	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.00371700	0.062	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.10301900	1.344	-1.833	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 8**

**HASIL UJI STATISTIK ATVA KELOMPOK *DIVIDEN INITATIONS*  
TIGA KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	ATVA	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	0.00054463	2.435	1.895	H <sub>0</sub> ditolak
t - 9	0.00074662	1.561	1.860	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.00104119	1.490	1.860	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.00104172	1.945	1.895	H <sub>0</sub> ditolak
t - 6	0.00083163	1.733	1.895	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	0.00053487	1.592	1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.00068760	3.141	1.943	H <sub>0</sub> ditolak
t - 3	0.00019155	2.306	1.895	H <sub>0</sub> ditolak
t - 2	0.00049115	2.057	1.860	H <sub>0</sub> ditolak
t - 1	0.00030215	2.104	1.860	H <sub>0</sub> ditolak
t - 0	0.00178129	1.267	1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.00206660	1.533	1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	0.00074110	1.443	1.812	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	0.00064398	1.931	1.860	H <sub>0</sub> ditolak
t + 4	0.00139801	1.878	1.833	H <sub>0</sub> ditolak
t + 5	0.00061258	1.695	1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.00055205	1.881	1.833	H <sub>0</sub> ditolak
t + 7	0.00030498	1.494	1.895	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	0.00141419	1.521	1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.00021278	2.578	1.812	H <sub>0</sub> ditolak
t + 10	0.00064184	2.226	1.943	H <sub>0</sub> ditolak

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 9**

**HASIL UJI STATISTIK ATVA KELOMPOK *DIVIDEN OMISSIONS*  
TIGA KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	ATVA	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	0.00033175	2.613	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	0.00036698	1.686	-1.943	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.00059765	2.011	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.00044641	1.610	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	0.00065168	2.132	-2.015	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	0.00027548	3.173	-1.860	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.00039449	2.082	-1.833	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	0.00063114	1.422	-1.796	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.00033496	1.662	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.00069628	1.820	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	0.00060229	2.313	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.00032954	1.446	-1.782	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	0.00056696	1.766	-1.895	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	0.00113902	1.715	-1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.00013651	3.374	-1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	0.00044306	1.647	-1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.00121338	1.905	-2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.00059330	2.566	-1.796	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	0.00052894	1.706	-1.812	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.00045496	3.083	-1.860	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.00048133	2.477	-1.833	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 10**

**HASIL UJI STATISTIK ATVA KELOMPOK *DIVIDEN INITATIONS*  
 DUA KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	ATVA	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	0.00006089	5.908	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	0.00007818	1.527	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.00038922	1.363	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.00022588	1.755	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	0.00005135	2.263	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	0.00009404	2.755	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.00031393	1.623	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	0.00020525	1.072	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.00028513	2.900	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.00032284	7.728	2.920	H <sub>0</sub> ditolak
t - 0	0.00060712	1.546	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.00090441	1.409	2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	0.00071659	2.096	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	0.00022755	1.450	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.00005418	6.259	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	0.00211539	1.100	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.00012952	1.984	2.132	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.00039412	62.707	6.314	H <sub>0</sub> ditolak
t + 8	0.00034613	1.123	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.00062201	1.016	2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.00159335	1.066	2.920	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 11**

**HASIL UJI STATISTIK ATVA KELOMPOK *DIVIDEN OMISSIONS*  
 DUA KALI BERTURUT-TURUT**

<b>Hari</b>	<b>ATVA</b>	<b>t<sub>hitung</sub></b>	<b>t<sub>tabel</sub></b>	<b>Kesimpulan</b>
t - 10	0.00000163			
t - 9	0.00000634	1.828	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.00051344	1.094	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.00024425			
t - 6	.			
t - 5	0.00001149			
t - 4	0.00001764	1.589	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	.			
t - 2	.			
t - 1	0.00000163			
t - 0	0.00001555	3.830	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.00004085			
t + 2	0.00001144			
t + 3	0.00030172			
t + 4	0.00097126			
t + 5	0.00004452	1.346	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.00003756	1.095	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.00012931			
t + 8	0.00004984	1.488	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	.			
t + 10	0.00017529			

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 12**

**HASIL UJI STATISTIK ATVA KELOMPOK *DIVIDEN INITATIONS*  
 SATU KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	ATVA	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
T - 10	0.00068099	10.884	6.314	H <sub>0</sub> ditolak
t - 9	0.00090789			
t - 8	0.00001316			
t - 7	0.00010816	1.948	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	0.00048026			
t - 5	0.00041119	1.923	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.00013393			
t - 3	0.00097267	2.305	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.00073089	1.183	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.00058341	1.371	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	0.00047204	1.659	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.00016071			
t + 2	0.00239458	1.043	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	0.00020857	13.799	6.314	H <sub>0</sub> ditolak
t + 4	0.00090774			
t + 5	0.00040179			
t + 6	0.00024718	1.363	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.00015179			
t + 8	0.00005952			
t + 9	0.00010496	1.015	6.314	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.00007440			

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah

**Tabel 13**

**HASIL UJI STATISTIK ATVA KELOMPOK DIVIDEN OMISSIONS  
SATU KALI BERTURUT-TURUT**

Hari	TVA	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	Kesimpulan
t - 10	0.00009213	1.192	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 9	0.00007865	1.903	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 8	0.00002034	1.216	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 7	0.00008022	1.269	-6.314	H <sub>0</sub> diterima
t - 6	0.00056421	1.135	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 5	0.00028997	1.258	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 4	0.00612632	1.012	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 3	0.00500248	1.007	-2.132	H <sub>0</sub> diterima
t - 2	0.00050464	1.235	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t - 1	0.00907957	1.000	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t - 0	0.00012586	1.128	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 1	0.00014979	2.487	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 2	0.00019111	2.057	-1.943	H <sub>0</sub> diterima
t + 3	0.00191514	1.257	-2.132	H <sub>0</sub> diterima
t + 4	0.00072979	2.640	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 5	0.00009464	1.792	-2.015	H <sub>0</sub> diterima
t + 6	0.00034603	1.800	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 7	0.00005367	2.680	-2.353	H <sub>0</sub> diterima
t + 8	0.00009690	1.116	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 9	0.00005086	1.202	-2.920	H <sub>0</sub> diterima
t + 10	0.00011536	1.186	-6.314	H <sub>0</sub> diterima

Sumber : Hasil Output SPSS, diolah