

**DETERMINAN PEMBAGIAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN
SEKTOR RIIL TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Tesis

Untuk memenuhi sebagian

Persyaratan dalam mencapai derajat Sarjana S-2

Program Studi

Magister Manajemen (MM)

Diajukan oleh :

Nama : FLONI KRISTIN NATALIA

NIM : 2011-01-072



PROGRAM PASCA SARJANA (S2)

UNIVERSITAS ESA UNGGUL

JAKARTA

2014

**DETERMINAN PEMBAGIAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN
SEKTOR RIIL TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Tesis

Untuk memenuhi sebagian

Persyaratan dalam mencapai derajat Sarjana S-2

Program Studi

Magister Manajemen (MM)

Diajukan oleh :

Nama : FLONI KRISTIN NATALIA

NIM : 2011-01-072



PROGRAM PASCA SARJANA (S2)

UNIVERSITAS ESA UNGGUL

JAKARTA

2014

LEMBAR PENGESAHAN PENELITIAN TESIS



Nama Mahasiswa : FLONI KRISTIN NATALIA
NIM : 2011-01-072
Program Studi : MAGISTER MANAJEMEN
Konsentrasi : MANAJEMEN KEUANGAN

Telah dinyatakan lulus ujian Tesis pada tanggal 20 Februari 2014 dihadapan Pembimbing dan Penguji di bawah ini.

Pembimbing,

Prof. Dr. Ahmad Rodoni.

Tim Penguji :

KETUA	:	Ir. Alirahman, MSc., Ph.D	
ANGGOTA	:	1. Prof.Dr. Tumari Jatileksono, MA
		2. Prof. Dr. Ahmad Rodoni	
		3. Dr. Ignatius Roni S, SE., M.Si
		4. Dr. Dra. Endang Ruswanti, MM	

Jakarta, 20 Februari 2014

UNIVERSITAS ESA UNGGUL
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN (S-2)



Universitas
Esa Unggul
Program Pascasarjana

Direktur,

Ir. Alirahman, MSc., Ph.D

SURAT PERNYATAAN

Dengan surat ini saya menyatakan bahwa karya tulis saya ini asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik, baik di Universitas Esa Unggul maupun di PerguruanTinggi lain. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain kecuali secara tertulis menjadi acuan dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Demikian Surat Pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya ini dan sanksi lainnya sesuai dengan ketentuan dan aturan yang berlaku di Universitas EsaUnggul.

Jakarta, 20 Februari 2014



Floni Kristin Natalia

PRAKATA

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa atas segala berkat dan karuniaNya yang diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Tesis ini diajukan dalam rangka memenuhi sebagian persyaratan untuk mendapatkan gelar Magister Manajemen pada Universitas Esa Unggul di Jakarta. Penelitian ini berjudul “Determinan Pembagian Dividen Pada Perusahaan *Go Public* Sektor Riil di BEI”.

Selain itu penulis juga ingin mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu secara langsung maupun tidak langsung dalam proses pembuatan tesis ini, yaitu kepada :

1. Bapak Ir. Alirahman, Msc., Ph.D. selaku Direktur Pascasarjana Universitas Esa Unggul Jakarta.
2. Bapak Prof. Dr. Ahmad Rodoni, MM selaku pembimbing tesis, di tengah kesibukan bersedia meluangkan waktu untuk bimbingan dalam pembuatan tesis ini. Terima kasih atas dorongan, arahan dan semangat yang luar biasa beliau berikan kepada saya.
3. Bapak Prof. Dr. Tumari Jatileksono., MSc, MA selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen atas masukan dan saran yang sangat berharga dalam penyusunan tesis ini.
4. Bapak Dr. Ignatius Roni Setyawan, SE., Msi atas masukan dan saran yang sangat berharga dalam penyusunan tesis ini.
5. Ibu Dr. Endang Ruswanti, SE, MM atas masukan dan saran yang sangat berharga dalam penyusunan tesis ini.
6. Seluruh dosen pengajar dan staf administrasi Pascasarjana Universitas Esa Unggul yang telah memberikan pengajaran dan pengarahan selama berkuliah hingga penulis dapat menyelesaikan studi.
7. Bapak dan Mama yang selalu berdoa dan mendukungu serta kedua adikku. Teman-teman Kelompok Tumbuh Bersama yang selalu menyemangatiku.
8. Teman-teman angkatan 45 Program Pascasarjana Universitas Esa Unggul yang telah memberi dukungan, nasehat dan kebersamaan sebagai suatu keluarga besar MM 45. Teman-teman angkatan 44 yang ikut turut mendukung penulisan tesis ini. Semangat untuk teman-teman.

9. Kepada semua pihak yang ikut membantu penyusunan tesis ini yang tidak bisa disebutkan satu per satu.

Semoga bimbingan, bantuan dan dukungan yang telah diberikan selama ini tulus adanya akan mendapat balasan dan kebahagiaan dari Tuhan Yang Maha Kuasa.

Semoga tesis ini berguna bagi siapa saja yang membacanya dan penelitian selanjutnya. Tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh sebab itu saran atau masukan untuk penyempurnaan tesis ini sangat penulis harapkan. Akhir kata, penulis mengucapkan terima kasih.

Jakarta, 20 Februari 2014
Penulis

Floni Kristin Natalia

ABSTRAK

FLONI KRISTIN NATALIA, NIM : 2011-01-072, **Determinan Pembagian Dividen Pada Perusahaan Sektor Riil Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**, di bawah bimbingan : Prof. Dr. Ahmad Rodoni, MM

Bursa Efek Indonesia merupakan sumber utama permodalan eksternal bagi perusahaan di Indonesia dan perusahaan sektor riil dianggap memiliki posisi dominan dalam perekonomian Indonesia. Pembagian atau pembayaran dividen adalah keputusan perusahaan membagikan keuntungannya kepada pemegang saham sebagai dividen atau menggunakan laba yang ditahan dalam pembiayaan investasi di masa depan. Banyak faktor yang menentukan pembayaran dividen dan hal ini menjadi permasalahan dalam penelitian ini.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisa pengaruh variabel laba setelah pajak, total hutang, rasio harga laba, rasio nilai pasar terhadap nilai buku terhadap rasio pembayaran dividen.

Metode analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi model Tobit terhadap sampel data perusahaan sektor riil yang meliputi sektor manufaktur dan non manufaktur (diluar industri keuangan) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2011. Pengumpulan data menggunakan purposive sampling dari kelompok data yang menyediakan informasi dan memenuhi kriteria dalam penelitian ini, sehingga diperoleh data sebanyak 84 sektor manufaktur dan 76 sektor non manufaktur.

Hasil menunjukkan bahwa laba bersih setelah pajak dan rasio nilai pasar terhadap nilai buku berpengaruh positif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Total hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Rasio harga laba tidak berpengaruh positif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan hasil tersebut, selanjutnya dapat dikemukakan saran, yaitu untuk bahan masukan bagi pemegang saham. Saran tersebut antara lain dengan mengetahui kondisi perusahaan, pasar maupun informasi yang dikeluarkan perusahaan secara benar.

Kata kunci : Rasio pembayaran dividen, laba setelah pajak, total hutang, rasio harga laba, rasio nilai pasar terhadap nilai buku.

ABSTRACT

FLONI KRISTIN NATALIA , NIM : 2011-01-072 , **Determinants of Dividend Payout In Real Sector Company Listed on the Indonesia Stock Exchange**, supervised by : Prof. Dr. Ahmad Rodoni, MM

Indonesia Stock Exchange is the main source of external capital for companies in Indonesia and the real sector companies have dominant position in the Indonesian economy. Payment of dividend is the company's decision that distribute profits to shareholders as dividends or use retained earnings to finance future investments. Many factors determine payment of dividends and it is a problem in this study.

The purpose of this study is to analyze the effect of earning after tax, debt to total assets , the price earnings ratio and price to book value on dividend payout ratio.

Using Tobit regression model on data sample of companies' real sector listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) during the years 2008-2011. Collecting data using purposive sampling from data sample which provides information and comply the research criterion, the sector include 84 manufacturing and 76 non manufacturing.

The results showed that earning after tax and price to book value statistically significant positive on dividend payout ratio. Debt to total assets statistically significant negative on dividend payout ratios. Price earning ratio staisically not significant positive on dividend payout ratios. Based on these results, it can be argued further suggestion and give an input for shareholders. These suggestions include knowing the condition of the companies, market and companies' information issued correctly.

Keywords : Dividend payout ratio, earning after tax, debt to total assets, the price earnings ratio and price to book value.

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Lembar Pengesahan	ii
Lembar Pernyataan	iii
Prakata	iv
Abstrak	vi
Abstract	vii
Daftar Isi	viii
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Identifikasi Masalah.....	7
1.3. Batasan Masalah.....	8
1.4. Perumusan Masalah.....	8
1.5. Tujuan Penelitian.....	9
1.6. Manfaat Penelitian.....	9

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Kajian Literatur.....	10
2.1.1. Teori Kebijakan Dividen.....	10
2.1.2. Prosedur Pembayaran Dividen Tunai.....	14
2.1.3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.....	14
2.1.4 Dividen Sebagai Isyarat.....	19
2.1.5 Teori-Teori Atau Pendapat Yang Mendukung Kebijakan Dividen	19

2.2. Hubungan Variabel Independen dan Dependen.....	26
2.2.1. Dividend Payout Ratio.....	26
2.2.2. Profitabilitas dan Dividend Payout Ratio.....	27
2.2.3. Leverage dan Dividend Payout Ratio.....	28
2.2.4. Price Earning Ratio dan Price to Book Value dan Dividend Payout Ratio.....	29
2.2.5. Jenis Pembayaran Industri Dalam..... Kebijakan Dividen	32
2.3. Kajian Penelitian Terdahulu yang Relevan.....	32

BAB III. METODE PENELITIAN

3.1. Kerangka Penelitian.....	38
3.2. Hipotesis Penelitian.....	41
3.3. Desain penelitian.....	43
3.4. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	44
3.5. Teknik Pengumpulan Data dan Pengambilan Sampel.....	46
3.6. Uji Kualitas Data.....	47
3.6.1. Uji Multikolinearitas.....	47
3.7. Metode Analisis.....	47
3.8. Uji Ketepatan.....	49

BAB IV. HASIL dan PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	50
4.2. Pembahasan.....	50
4.2.1. Hasil Uji Kualitas Data.....	50
4.2.2. Analisis Deskriptif.....	51
4.2.3. Pengujian Hipotesis.....	53
4.2.4. Pengujian Hipotesis Berdasarkan..... Industri	57
4.2.5. Pembahasan Hasil Penelitian.....	59

BAB V. KESIMPULAN dan SARAN

5.1. Kesimpulan.....61
5.2. Saran.....63

DAFTAR PUSTAKA.....64

LAMPIRAN.....68

DAFTAR TABEL

1. Tabel 1.1. Pembayaran Dividen Perusahaan- Perusahaan Go Public di Bursa Efek.....3 Indonesia 2008-2011	3
2. Tabel 1.2. Perusahaan-Perusahaan Go Public yang Memperoleh Laba dan Membagikan.....3 Dividen Kas Tahun 2008-2011	3
3. Tabel 2. Penelitian Terdahulu yang Relevan.....36	36
4. Tabel 3. Pengukuran Variabel Dependen.....45 Dan Independen	45
5. Tabel 4.1. Matriks Korelasi.....50	50
6. Tabel 4.2. Distribusi Pembayaran Dividen Tahun.....52 2008-2011	52
7. Tabel 4.3. Hasil Model 1 Tobit Pembagian.....54 Dividen Tahun 2008-2011	54
8. Tabel 4.4. Hasil Model 2 Tobit Pembagian.....57 Dividen Industri Manufaktur Tahun 2008-2011	57
9. Tabel 4.5. Hasil Model 3 Tobit Pembagian.....58 Dividen Industri Non Manufaktur Tahun 2008-2011	58

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Model Penelitian.....	41
---------------------------------	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. List Perusahaan.....	69
Lampiran 2. Hasil Regresi Model Tobit 2008-2011.....	76
Lampiran 3. Sampel Data.....	79

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan suatu negara dapat diukur, salah satunya dengan mengetahui tingkat perkembangan dunia pasar modal dan industri-industri sekuritas pada negara tersebut. Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang dalam bentuk ekuitas dan hutang yang jatuh tempo lebih dari 1 (satu) tahun dan bagi perusahaan, pasar modal merupakan wadah untuk memperoleh sumber dana jangka panjang. Selain menjadi tempat sumber pembiayaan, pasar modal juga digunakan sebagai sarana investasi. Ekspektasi dari para investor terhadap investasinya adalah memperoleh *return* sebesar-besarnya dengan risiko tertentu. *Return* yang dapat diberikan berupa *capital gain* ataupun dividen untuk investasi pada saham dan pendapatan bunga untuk investasi pada surat hutang. Ekspektasi inilah yang membuat pihak manajemen suatu perusahaan harus bekerja dengan tingkat efisiensi dan efektifitas yang tinggi untuk menjalankan kebijakan yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Tujuan perusahaan dari sudut pandang manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan kesejahteraan pemegang saham. Manajer perusahaan diharapkan pada tiga keputusan penting, yaitu keputusan investasi, keputusan pembelanjaan dan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada pemegang saham. Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan semua atau sebagian ditahan untuk *reinvestment*. Manajer perusahaan mengatakan bahwa lebih tahu mengenai nilai asset dan peluang daripada investor luar, secara fundamental mereka tahu sehingga menimbulkan perbandingan kepentingan antara pemegang saham lama dan baru. Jika ingin melindungi kepentingan pemegang saham lama, pihak manajer menolak untuk menerbitkan saham.¹

¹ Myers dan Majluf. 1984. *Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information The Investors do not Have*. Journal of Finance Economics. 13.

Dividen yang dapat diberikan perusahaan dapat berupa dividen tunai (*cash dividend*) kepada setiap pemegang saham dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham. Dapat pula berupa dividen saham (*stock dividend*) yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut. Pola pembayaran dividen dalam bentuk tunai lebih banyak diinginkan investor daripada dalam bentuk lain, karena pembayaran dividen tunai membantu mengurangi ketidakpastian investor dalam aktivitas investasinya ke dalam perusahaan. Demikian pula, stabilitas dividen yang dibayarkan juga akan mengurangi ketidakpastian dari profitabilitas perusahaan sehingga stabilitas dividen juga merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan manajemen perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba yang akan dipakai dalam pembiayaan investasi di masa datang (*retained earning*). Bagi perusahaan harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaannya. Besarnya dividen yang akan diterima oleh investor akan tergantung oleh jumlah laba yang diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. Kebijakan dividen sebagian besar juga dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan *retained earnings* menjadi rendah. Untuk mengetahui berapa banyak perusahaan yang membayar dan tidak membayar dividen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2008-2011 dapat digambarkan sebagai berikut:

Tabel 1.1
Pembayaran Dividen Perusahaan – Perusahaan *Go Public* di Bursa Efek Indonesia 2008-2011

Tahun	Sampel Perusahaan	Membayar Dividen Kas	Tidak Membayar Dividen Kas	Persentase Membayar Dividen Kas
2008	257	117	140	46%
2009	270	140	130	52%
2010	264	142	122	54%
2011	265	147	118	55%

Sumber Data : diolah Penulis dari ICMD 2010-2012

Tabel di atas menunjukkan bahwa fenomena perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, masih banyak yang tidak membagikan dividen kas selama tahun 2008-2011. Dapat dilihat dari tahun 2008 terdapat 257 perusahaan, dimana sebanyak 117 perusahaan atau sebesar 46% (persen) yang membayar dividen dan tidak membayar 140 perusahaan. Terjadi peningkatan sebesar 6% (persen) di tahun 2009 yaitu 270 perusahaan atau sebesar 52% (persen) yang membayarkan dividen. Kenaikan terlihat lagi walaupun masih dalam jumlah yang kecil di tahun 2010 yaitu 264 perusahaan, dimana ada 142 perusahaan atau sebesar 54% yang membagikan dan 122 perusahaan tidak membagikan dividen. Tahun 2011, ada kenaikan relatif kecil sebesar 147 perusahaan atau 55% (persen) yang membagikan dividen dan yang belum membagikan dividen kasnya sebanyak 118 perusahaan dari total sampel. Jadi dapat dikatakan bahwa, perusahaan-perusahaan masih banyak yang tidak konsisten dalam hal membayar dividen.

Tabel 1.2
Perusahaan- Perusahaan *Go Public* yang Memperoleh Laba dan Membagikan Dividen Kas Tahun 2008-2011

Kondisi	2008	2009	2010	2011
Perusahaan yg memperoleh laba	234	266	263	256
Perusahaan yg membayar dividen	117	140	142	147
% Membayar Dividen	50%	53%	54%	57%

Sumber Data : diolah Penulis dari ICMD 2010-2012

Tabel 1.2 menggambarkan masih banyak perusahaan yang mengalami kenaikan laba tetapi tidak semua perusahaan mau membayarkan dividen kas selama periode 2008-

2011. Persentase perusahaan membagikan dividennya pada tahun 2008 ada 50% dari total perusahaan yang memperoleh laba. Pada tahun 2009 ada 53% dari total perusahaan yang memperoleh laba. Pada tahun 2010 ada 54% dari total perusahaan yang memperoleh laba. Pada tahun 2011 ada 57% dari total perusahaan yang memperoleh laba. Fenomena ini membuktikan bahwa sebagian besar perusahaan yang *go public* mengalami kenaikan laba tiap tahunnya tetapi belum semua membayarkan dividennya walaupun kemampuan perusahaan dalam membayar dividen dianggap sebagai fungsi dari keuntungan.

Bagi perusahaan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen akan mengurangi sumber dana internalnya, sebaliknya jika perusahaan menahan labanya dalam bentuk laba ditahan maka kemampuan pembentukan dana internalnya akan semakin besar sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan dan mengurangi ketergantungan terhadap dana eksternal dan sekaligus memperkecil risiko perusahaan. Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana harus tepat, apakah akan menggunakan sumber dana internal (laba ditahan) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau keduanya. Jika perusahaan menggunakan sumber dana dari saham, perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen. Dengan kata lain, dividen merupakan salah satu bentuk *return* yang mungkin diperoleh investor selain *capital gain* dan bagi perusahaan merupakan *cost* atas sumber dana yang diperoleh dari investor.

Kebijakan dividen perusahaan tergambar pada *dividend payout rasionya* yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai, artinya besar kecilnya *dividend payout ratio* akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham dan di sisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan. Pada umumnya para pemegang saham menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena akan mengurangi ketidakpastian akan hasil investasi yang diharapkan dan juga dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan sehingga nilai saham juga dapat meningkat.

Perekonomian Indonesia dipengaruhi oleh pertumbuhan sektor industri manufaktur. Selama tahun 2008-2011, perusahaan manufaktur tercatat sebanyak 204 perusahaan atau 55% membagikan dividen dan non manufaktur (diluar industri

keuangan) sebanyak 165 perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peran serta industri manufaktur dalam perekonomian Indonesia masih mempunyai posisi yang dominan. Kelompok industri manufaktur memiliki target *dividend payout ratio* paling tinggi dibandingkan dengan kelompok industri lainnya.

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen.² Akan tetapi ada studi yang berlainan mengatakan bahwa perusahaan akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi jika kondisi perusahaan sangat baik, berkembang dengan pesat dan mengalami profitabilitas tinggi. Perusahaan yang memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi akan membuka cabang baru serta memperbesar investasi. Tingkat keuntungan yang tinggi inilah menandakan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang juga meningkat dan akan cenderung membayarkan dividen lebih rendah. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi.³

Pemegang saham umumnya lebih memilih dividen yang berupa tunai dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini diakui oleh Gordon Lintner: "*a bird in the hand is worth two in the bush*", bahwa satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan terwujud sebagai dividen dimasa yang akan datang (*it can fly away*). Untuk menghindari ketidakpastian dari laba yang ditahan apakah akan dibagikan di periode berikutnya lebih besar atau ditahan kembali untuk reinvestasi, maka para investor lebih pasti menerima dividen secara tunai.

Penelitian empiris mengenai keputusan pembagian dividen tunai membuktikan bahwa *Earning After Tax (EAT)* memiliki pengaruh yang positif terhadap dividen tunai (*cash dividend*) dan *Debt to Total Asset (DTA)* memiliki pengaruh negatif terhadap

² Lintner, J. 1956. *Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty*. The Quarterly Journal of Economics. 78

³ Myers. 2003. *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw Hill. International Edition. New York, hal. 434-435

dividen tunai (*cash dividend*). Pada dasarnya peningkatan hutang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen. Sehingga perusahaan dengan proporsi hutang yang tinggi lebih memilih untuk menurunkan dividen atau tidak membagikan dividen.⁴

Perubahan dividen dapat membawa sinyal tersendiri bagi pihak investor, jika terjadi peningkatan dividen maka semakin bagus kinerja perusahaan ke depan. Sebaliknya apabila terjadi penurunan memberikan sinyal yang buruk bagi investor karena pendapatan perusahaan akan menurun juga. Hal ini menyebabkan dividen dapat membantu memberikan informasi yang baik mengenai manajemen perusahaan ke pasar modal, sehingga dapat dikatakan bahwa dividen dapat dipandang sebagai sinyal terhadap prospek perusahaan. Dengan demikian pengumuman kenaikan dividen memiliki *information content* dan pasar bereaksi cepat. Keputusan untuk meningkatkan dividen hanya dilakukan apabila manajemen yakin mampu mempertahankan peningkatan prospek perusahaan pada masa yang akan datang (*managerial overconfidence*).⁵

PBV (*Price to Book Value*) memiliki hubungan yang negatif dengan *dividend payout ratio*. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana investasi yang lebih besar sehingga akan cenderung mengurangi pembayaran dividen karena pendapatan yang dihasilkan digunakan untuk membiayai keperluan investasi.⁶ Sedangkan penelitian yang lain dapat membuktikan bahwa semakin tinggi rasio PBV (*Price to Book Value*) suatu perusahaan menunjukkan semakin tinggi pula penilaian investor terhadap perusahaan yang bersangkutan, relatif apabila dibandingkan dengan dana yang diinvestasikannya. Hal ini akan berakibat pada

⁴ Sri Hasnawati dan Novi Septiana. 2008. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Tunai Pada Industri Rokok Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2007*. Jurnal Bisnis dan Manajemen. Vol.4, No. 2

⁵ Balachandran et al. 2013. *Dividends and Managerial Overconfidence*. Journal Finance. SSRN.com

⁶ D'Souza, J. 1999. *Agency cost, market risk, investment opportunities and dividend policy an international perspective*. Managerial Finance. Vol.25, No.6

semakin meningkatnya harga saham suatu perusahaan, dengan demikian diharapkan pula akan meningkatkan tingkat kembalian (*return*) perusahaan yang bersangkutan.⁷

Berdasarkan pernyataan dan penjelasan yang dipaparkan si penulis, keputusan pembayaran dividen adalah suatu keputusan yang kritis dan sangat penting, karena melibatkan kepentingan pemegang saham dan juga perkembangan perusahaan. Dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham tergantung pada kebijakan masing-masing perusahaannya, selain kondisi internal perusahaan kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti keadaan ekonomi dan lain-lain. Oleh karena itu kekayaan pemegang saham dan kebijakan dividen layak mendapatkan perhatian yang serius dari pihak manajemen perusahaan.

Kebijakan dividen terus menjadi masalah yang menarik dan menjadi sebuah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen karena akan memenuhi harapan investor, di sisi lain jangan sampai menghambat pertumbuhan apalagi mengancam kelangsungan hidup perusahaan. Pembayaran dividen tunai menyangkut jumlah uang kas yang mencukupi di mana dapat dibayarkan perusahaan kepada investor.

Dalam penelitian ini, peneliti mencoba mengaitkan teori *bird in the hand* untuk membahas permasalahan yang ada bagi perusahaan - perusahaan *go public* sektor riil yang mencakup industri manufaktur dan non manufaktur (diluar industri keuangan) di Indonesia yang akan membagikan dividen kepada investornya selama periode 2008-2011.

1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan teoritis dan fenomena di atas, maka penulis mengusulkan beberapa argumen untuk membangun permasalahan penelitian ini sebagai berikut:

1. Ketidakstabilan pembayaran dividen seringkali mempengaruhi keputusan investor sehingga berdampak pada aktivitas perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia.

⁷ Fama, EF and French, KR. 1988. *Permanent and Temporary Components of Stock Prices*. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, Vol. 96(2), April, pp. 246-73.

2. Kebanyakan perusahaan-perusahaan *go public* tidak membagikan dividen secara konsisten dan besarnya pembayaran berfluktuasi dari tahun ke tahun.
3. Masih banyak perusahaan yang mendapatkan laba tetapi tidak semua perusahaan membagikan dividen.
4. Peningkatan jumlah perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tidak diikuti oleh peningkatan jumlah perusahaan yang membagikan dividen.
5. Pengumuman dividen merupakan transfer informasi yang dimiliki manajemen kepada pemegang saham dan begitu juga sebaliknya bagi para pemegang saham sendiri dapat melihat kinerja keuangan berdasarkan suatu kebijakan dividen perusahaan.

1.3. Batasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah di atas, diperlukan beberapa batasan masalah yang akan memudahkan penulis untuk lebih fokus dalam melakukan pengujian dan analisa dalam penelitian ini, maka hanya akan dibahas beberapa faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan yang meliputi :

1. Penelitian ini hanya dibatasi pada faktor-faktor yang menentukan kebijakan dividen yang terdiri dari variabel *Earning After tax (EAT)*, *Debt to Total Asset (DTA)*, *Price Earning Ratio (PER)*, dan *Price To Book Value (PBV)*.
2. Kebijakan dividen yang akan diteliti adalah menyangkut komponen *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang diukur dengan pembayaran dividen dibagi dengan laba bersih (*earning*).
3. Objek penelitian yang akan dibahas adalah perusahaan – perusahaan *go public* sektor riil yang meliputi industri manufaktur dan non manufaktur (diluar sektor industri keuangan) yang tetap terdaftar berturut-turut selama tahun 2008-2011 di Bursa Efek Indonesia.

1.4. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan fenomena yang diterangkan di atas, maka penulis merumuskan beberapa permasalahan sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *Earning After tax (EAT)*, *Debt to Total Asset (DTA)*, *Price Earning Ratio (PER)* dan *Price To Book Value (PBV)* terhadap kebijakan pembayaran dividen ?
2. Variabel apa sajakah yang memiliki peranan penting dalam kebijakan pembayaran dividen ?

1.5. Tujuan Penelitian

Berdasarkan beberapa perumusan masalah di atas, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisa pengaruh *Earning After tax (EAT)*, *Debt to Total Asset (DTA)*, *Price Earning Ratio (PER)* dan *Price To Book Value (PBV)* terhadap kebijakan pembayaran dividen.
2. Untuk menganalisa variabel yang memiliki peranan penting dalam mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen.

1.6. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak antara lain sebagai berikut:

1. Bagi Perusahaan
Penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan bagi pemilik perusahaan dan pengawasan kepada manajemen perusahaan sehingga dapat bekerja secara optimal dan selaras dengan kepentingan dan kemakmuran pemilik atau pemegang saham perusahaan.
2. Bagi Investor
Investor dapat menggunakannya sebagai bahan acuan sebelum melakukan investasi pada saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
3. Bagi Akademisi dan Praktisi
Penelitian ini dapat dijadikan sebagai pedoman untuk penelitian selanjutnya yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen dan khususnya yang membagikan dividen tunai.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Kajian Literatur

2.1.1. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen menentukan penempatan laba, yaitu membayar kepada pemegang saham dan menginvestasikan kembali dalam perusahaan. Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen juga merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Akan tetapi dividen dipengaruhi oleh banyak variabel. Sebagai contoh, kebutuhan arus kas dan investasi perusahaan mungkin berubah-ubah dengan cepat sehingga sulit untuk menentukan jumlah dividen tetap yang tinggi. Di lain pihak, perusahaan menginginkan pembayaran dividen tinggi untuk menyalurkan dana yang tidak dibutuhkan untuk reinvestasi.

Dari definisi diatas, dapat kita lihat bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba. Dari sisi pemegang saham, dividen merupakan salah satu motivator untuk menanamkan dana di pasar modal. Pemegang saham lebih memilih dividen yang berupa kas dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini diakui oleh Gordon Lintner sebagai “*the bird in the hand theory*”, bahwa satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara.

Ini berarti ada beberapa investor dengan jelas lebih menyukai dividen, sehingga mereka disebut sebagai “*bird-in-hand advocate*”. Investor menyukai perusahaan yang membayar dividen yang besar, maka jika perusahaan menaikkan

dividennya, mereka akan membeli saham perusahaan tersebut lebih banyak, sehingga menaikkan harga saham dan mengurangi *cost of equity*.⁸

Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia, dividen adalah sebagai bagian laba atau pendapatan perusahaan yang besarnya ditetapkan oleh direksi serta disahkan oleh rapat pemegang saham untuk dibagikan kepada para pemegang saham, atau sejumlah uang yang berasal dari hasil keuntungan yang dibayarkan kepada pemegang saham sebuah perseroan. Dividen biasanya dikaitkan dengan distribusi pendapatan perusahaan dalam bentuk kas dan seringkali segala pembayaran langsung dari perusahaan kepada pemegang saham dapat disebut bagian dari kebijakan dividen.

“Dividen sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik”. Selain itu pemegang saham juga dapat mengevaluasi kinerja perusahaan dengan menilai besarnya dividen yang dibagikan. Bukti empiris ini didukung oleh penjabaran Copeland dan Weston (1992), menyatakan pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme *monitoring* bagi manajemen. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) membuktikan bahwa perusahaan yang membagikan dividen lebih tinggi cenderung lebih dapat mengurangi *agency conflict* daripada perusahaan yang pembayaran dividennya lebih rendah.⁹

Menurut Frankfurter and Woods (2003), dividen biasanya didefinisikan sebagai pembagian laba setelah pajak (tahun lalu atau tahun berjalan) dalam bentuk aktiva riil kepada pemegang saham perusahaan sesuai dengan proporsi kepemilikan saham perusahaan. Ada empat (4) hal penting dari definisi dividen tersebut yaitu: (1) bahwa dividen hanya dapat dibagi dari sumber laba setelah pajak dan bukan dari sumber ekuiti lainnya seperti harga saham; (2) dividen harus

⁸ Ni Made Ria dan Nurul Husnah, 2006, *Pengaruh Dividen Tunai Dan Ukuran Perusahaan Pada Industri Manufaktur Terhadap Perilaku Investor*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol.3, No.2, Hal 265

⁹ Michell Suharli. 2006. *Studi Empiris Mengenai Profitabilitas, Leverage dan Harga Saham Terhadap Jumlah Dividen Tunai*. Jurnal Maksi. Vo.6, No.2

dibagikan dalam bentuk aktiva riil bukan aset keuangan. Sudah merupakan praktek bisnis yang lazim, perusahaan membagi dividen dalam bentuk uang tunai karena uang tunai merupakan bentuk aktiva riil yang paling nyaman; (3) para pemegang saham mendapat pembagian dividen sesuai dengan proporsi kepemilikan saham perusahaan; (4) bagi para pemegang saham, dividen yang diterimanya merupakan pendapatan yang teratur (*regular income*) sehingga dividen merupakan obyek pajak.

Dalam Ross (2005), ada beberapa alternatif yang dapat dipilih oleh perusahaan untuk melakukan distribusi pendapatan atau keuntungan kepada para pemegang saham yaitu (1) *Cash Dividend* (Dividen Kas), dikatakan dengan membayar dividen kas akan menyebabkan penurunan jumlah kas dan laba ditahan perusahaan yang terdapat neraca. (2) *Stock Dividend* (Dividen Saham), berdampak pada meningkatnya jumlah saham yang beredar sehingga mengurangi nilai per saham. (3) *Stock Repurchase*, pembelian kembali saham yang beredar di pasar modal oleh perusahaan / emiten yang bersangkutan yang akan mengurangi jumlah saham yang beredar. Besarnya pembayaran dividen tunai biasanya dinyatakan dalam laporan keuangan perusahaan dalam bentuk *dividend payout ratio* yaitu antara rasio dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham (*earning per share*).¹⁰

Mekanisme pembayaran dividen kas dimulai dari keputusan untuk membayar dividen yang terletak pada keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dalam mekanisme pembagian dividen terdapat tanggal-tanggal penting yang harus diperhatikan, yaitu :

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*) yaitu tanggal dimana dewan direksi mengumumkan hasil pengumuman Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) tentang adanya pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pada tanggal ini,

¹⁰ Ni Made Ria dan Nurul Husnah. 2006. Op.cit, hal 265

perusahaan akan mencatat total dividen yang dibagikan sebagai utang dalam neraca dalam perusahaan.

2. Tanggal ex-dividen (*ex-dividend date*) yaitu tanggal dimana investor sudah tidak ada hak lagi atas pembagian dividen. Artinya investor yang baru memperoleh saham perusahaan yang membagikan dividen pada tanggal ini atau setelah tanggal ini tidak akan memperoleh dividen yang dibagikan tersebut. *Ex-dividend date* biasanya terjadi dua hari sebelum tanggal pencatatan pemilik saham yang berhak memperoleh dividen.
3. Tanggal pencatatan (*date of record*) yaitu tanggal pencatatan pemegang saham yang berhak menerima dividen dan investor yang tercatat pada tanggal ini akan memperoleh dividen walaupun kemudian tidak memegang saham yang dibagikan dividen tersebut.
4. Tanggal pembayaran (*payment date*) merupakan mekanisme akhir dalam proses pembayaran dividen dimana perusahaan akan membayarkan dividen kepada para pemegang saham sesuai dengan persyaratan melalui cek atau pembayaran lain.

Ada beberapa bentuk kebijakan dividen perusahaan, seperti bentuk dasar dari dividen kas yang dapat dijelaskan sebagai berikut :¹¹

1. Kebijakan konstan

Kebijakan dividen konstan merupakan kebijakan deviden yang membayar jumlah dividen per lembar saham per tahun relatif sama selama jangka waktu tertentu. Kebijakan ini banyak diminati oleh pemegang saham, baik pemilik saham individual maupun korporasi, yang mengharapkan penghasilan tetap dari dividen.

¹¹ Ross at al. 2009. *Corporate Finance Fundamentals*. Mc Graw Hill. Eight Edition. New York. Hal 209

2. Kebijakan regular ditambah dividen ekstra.

Kebijakan dividen ini menetapkan suatu jumlah minimal per lembar saham setiap tahunnya. Apabila keadaan keuangan perusahaan lebih baik maka perusahaan akan membayar dividen ekstra di atas jumlah minimal dividen yang telah ditetapkan. Investor beranggapan bahwa dividen ekstra diberikan karena perusahaan menghasilkan pendapatan lebih besar dari tahun-tahun sebelumnya dan bersifat tidak permanen.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan.

Perusahaan menentukan jumlah *dividend payout ratio* yang tetap. Jumlah dividen yang diterima pemegang saham untuk setiap per-lembar saham akan berubah sesuai dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan, namun secara rasio pembayaran adalah tetap.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan dividen ini menetapkan *dividend payout ratio* yang fleksibel, disesuaikan dengan kondisi keuangan dan kebijakan keuangan perusahaan setiap tahunnya.

2.1.2. Prosedur Pembayaran Dividen Tunai

Pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham perusahaan diputuskan oleh dewan direksi perusahaan. Direksi umumnya mengadakan pertemuan yang membahas tentang dividen setiap kuartal atau setengah tahunan dimana mereka :

1. Mengevaluasi posisi keuangan periode lalu
2. Menentukan posisi yang akan datang dalam membagikan dividen
3. Menentukan jumlah dividen yang harus dibayar
4. Menentukan tanggal-tanggal yang berkaitan dengan pembayaran dividen tunai.

2.1.3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sebagai berikut :¹²

¹² Brigham, Eugene dan Joel F. Houston. 2009. *Fundamentals of Financial Management* . Sixth Edition , University of Florida.

1. Undang-Undang

Undang-undang menentukan dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada di pos “laba ditahan (*retained earnings*)”. Peraturan pemerintah menekankan tiga hal, yaitu sebagai berikut :

a. Peraturan laba bersih

Menyatakan bahwa dividen dapat dibayar dari laba saat ini atau tahun lalu.

b. Larangan Pengurangan Modal

Larangan pengurangan modal melindungi pemberi kredit karena adanya larangan untuk membayar dividen dengan mengurangi modal (membayar dividen dengan modal akan berarti membagi modal suatu perusahaan dan bukan membagikan laba).

c. Peraturan Kepailitan

Peraturan kepailitan menyatakan bahwa perusahaan tidak dapat membayar dividen pada saat pailit. Kepailitan di sini adalah karena kewajiban lebih besar daripada aktiva. Membayar dividen pada kondisi seperti ini akan berarti memberi dana kepada pemegang saham yang sebenarnya milik pemberi kredit.

2. Posisi Likuiditas

Laba ditahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha. Laba ditahan tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan dalam bentuk pabrik dan peralatan, persediaan dan aktiva lainnya; laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi meskipun suatu perusahaan mempunyai catatan mengenai laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar tunai dividen karena posisi likuiditasnya. Perusahaan yang sedang berkembang walaupun dengan keuntungan yang sangat besar, biasanya mempunyai kebutuhan dana yang sangat mendesak. Dalam keadaan seperti ini perusahaan dapat memutuskan untuk tidak membayar dividen.

3. Kebutuhan Pelunasan Hutang

Apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan yang lain, perusahaan menghadapi dua pilihan.

Perusahaan dapat membayar hutang pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga yang lain, atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunaskan hutang tersebut. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut maka ini biasanya perlu penahanan laba.

4. Pembatasan dalam Perjanjian Hutang

Perjanjian hutang, khususnya apabila merupakan hutang jangka panjang seringkali membatasi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai. Larangan yang dibuat untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman, biasanya menyatakan bahwa :

- a. Dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang. Jadi dividen tidak dapat dibayar dari laba yang ditahan tahun-tahun lalu.
- b. Dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada di bawah suatu jumlah yang telah ditentukan. Demikian pula, perjanjian saham preferen biasanya mengatakan bahwa dividen tunai saham biasa tidak dapat dibayarkan kecuali semua dividen saham preferen sudah dibayar.

5. Tingkat Ekspansi Aktiva

Semakin cepat sebuah perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktivitya. Kalau kebutuhan dana di masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung untuk menahan laba daripada membayarkannya. Apabila perusahaan mencari dana dari luar, maka sumber-sumbernya adalah pemegang saham saat itu yang telah mengetahui keadaan perusahaan. Tetapi jika laba dibayarkan sebagai dividen dan terkena pajak penghasilan pribadi yang tinggi, maka hanya sebagian saja yang tersisa untuk reinvstasi.

6. Tingkat Laba

Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen kepada pemegang saham

(yang akan menggunakan dana itu di tempat lain) atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas Laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil seringkali dapat memperkirakan berapa besar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan persentase yang lebih tinggi daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang tidak stabil, tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahun-tahun yang akan datang dapat tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen yang lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.

8. Akses ke Pasar Modal

Suatu perusahaan yang besar dan telah berjalan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas akan mempunyai akses yang mudah ke pasar modal dan mempunyai bentuk lain dari pendanaan. Sedangkan perusahaan yang baru, kecil dan bersifat coba-coba akan lebih banyak mengandung risiko bagi penanam modal potensial. Kemampuan perusahaan untuk menaikkan modalnya atau dana pinjaman dari pasar modal akan terbatas; dan perusahaan seperti ini harus menahan lebih banyak laba untuk membiayai operasinya. Jadi perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

9. Kendali Perusahaan

Variabel penting lainnya adalah pengaruh sumber pembiayaan alternatif terhadap situasi kendali perusahaan. Sebagai suatu kebijakan, beberapa perusahaan melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan laba internal saja. Kebijakan ini didukung oleh pendapat bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan kelompok dominan dalam perusahaan itu. Pada saat yang sama, mengambil hutang akan memperbesar risiko naik turunnya laba. Pentingnya pembiayaan

internal dalam usaha untuk mempertahankan kendali perusahaan akan memperkecil pembayaran dividen.

10. Posisi Pemegang Saham Sebagai Pembayaran Pajak

Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Misalnya, suatu perusahaan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi cenderung untuk membayar dividen yang rendah. Si pemilik memilih untuk menempatkan pendapatan mereka dalam bentuk peningkatan modal daripada dividen, karena akan terkena pajak penghasilan pribadi yang tinggi. Akan tetapi, pemegang saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh orang banyak akan memilih pembayaran dividen yang tinggi.

Pada saat-saat tertentu di dalam perusahaan besar terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi dengan pemegang saham yang terkena tarif pajak rendah. Yang pertama menginginkan pembagian dividen yang rendah dan menahan laba yang tinggi dengan harapan meningkatkan modal saham perusahaan. Yang kedua menginginkan pembayaran dividen yang tinggi. Kebijakan seperti ini dapat berupa kompromi antara pembayaran dividen yang tinggi dengan yang rendah yaitu rasio pembayaran menengah. Jika satu kelompok datang menguasai perusahaan dan menetapkan, misalnya kebijakan pembagian dividen yang rendah, maka pemegang saham yang memerlukan uang akan cenderung untuk menjual saham mereka dan pindah ke saham yang memberi hasil yang lebih tinggi.

11. Pajak Atas Laba Yang Diakumulasikan Secara Salah

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

2.1.4. Dividen Sebagai Isyarat

Penggunaan dividen sebagai isyarat, cenderung berupa cerita bagaimana informasi dapat diteruskan ke pasar daripada teori tentang kebijakan dividen optimal. Pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per saham mungkin diartikan oleh penanam modal sebagai berita yang baik, karena dividen per saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi.

Kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Untuk membuat suatu isyarat menjadi bermanfaat, ada empat syarat yang harus dipenuhi :¹³

1. Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk mengirimkan isyarat yang jujur, meskipun beritanya buruk.
2. Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah ditiru oleh pesaingnya yang kurang sukses.
3. Isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati, misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pada masa mendatang.
4. Tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif untuk mengirimkan isyarat yang sama.

2.1.5. Teori-teori atau Pendapat Yang Mendukung Kebijakan Dividen

Ada beberapa teori klasik yang mendukung kebijakan dividen, salah satunya teori *the bird in the hand*, dividen tidak relevan, perbedaan pajak, *signaling hypothesis*, ekspektasi, *clienteles effect*, dan lainnya dapat dijelaskan sebagai berikut :

¹³ Ross, S. A. 1977. *The Determination Offinancial Structure : The Incentive Signaling Approach*. Bell Journal of Economics, Vol. 8

1. Teori *The Bird in the Hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *DPR (dividend payout ratio)* rendah karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti daripada *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan adalah keuntungan yang diisyaratkan investor pada saham. Jadi biaya modal sendiri dari laba ditahan adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari *capital gains*.¹⁴

Dividen lebih mudah diramalkan daripada *capital gain* dikarenakan manajemen dapat mengontrol dividen, namun tidak bisa mengontrol harga saham. Investor kurang pasti dalam penerimaan pendapatan dari *capital gain* daripada dividen, sehingga akan mengimplikasikan tingkat pengembalian lebih tinggi yang diinginkan untuk satu dolar *capital gain* daripada dividen.

Lintner (1956) memberikan alasan rasionalnya bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan dividennya sebab jika terjadi pemotongan dividen, maka signal yang buruk akan muncul karena perusahaan dianggap membutuhkan dana. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung untuk membayar *dividend payout* lebih kecil agar nantinya tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun. Untuk perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas untuk mengalami laba yang menurun adalah tinggi. Posisi bahwa dividen kurang berisiko dibandingkan *capital gain* harus dinilai berbeda tanpa kritik, karena kebijakan dividen tidak berdampak terhadap volatilitas arus kas keseluruhan dan tidak berdampak pada tingkat risiko perusahaan. Meningkatnya dividen tidak mengurangi risiko dasar saham, apabila pembayaran dividen menuntut penerbitan saham baru hanya mentransfer risiko dan kepemilikan dari pemilik sekarang ke pemilik baru. Investor sekarang hanya menerima dividen dan memperdagangkan *capital gain*

¹⁴ Brigham, Eugene dan Joel F. Houston. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Tenth Edition. Thomson South-Western. Ohio. p.524

yang tidak pasti untuk mendapatkan aktiva yang “aman” (dividen tunai). Namun apabila tujuannya pengurangan resiko, investor bisa saja menyimpan uangnya di bank dan tidak membeli saham.¹⁵

John Lintner mencoba merangkum 4 (empat) fakta konvensional hasil wawancara klasik dengan manajer perusahaan mengenai kebijakan pembayaran dividen :¹⁶

- a. Perusahaan mempunyai rasio pembayaran dividen sasaran jangka panjang. Rasio ini adalah bagian dari laba yang dibayarkan sebagai dividen.
- b. Manajer lebih memfokuskan diri pada perubahan dividen daripada tingkat absolut. Maka membayar dividen sebesar \$2 adalah keputusan keuangan penting jika dividen tahun lalu adalah \$1 tetap tidak menjadi masalah jika dividen tahun lalu adalah \$2.
- c. Perubahan dividen mengikuti perubahan dalam laba jangka panjang yang dapat dipertahankan. Jadi meskipun situasi terlihat dapat menjamin kenaikan dividen yang besar, manajer hanya bergerak beberapa langkah menuju sasaran mereka. Hasilnya dividen jauh lebih stabil daripada laba.
- d. Manajer enggan untuk membuat perubahan dividen yang mungkin berkebalikan hasilnya. Mereka terutama khawatir jika mereka terpaksa memotong dividen.
- e. Perusahaan membeli kembali saham ketika mereka mengakumulasi sejumlah besar kas yang tidak diinginkan atau ingin mengubah struktur modal mereka dengan menggantikan ekuitas dengan utang.

Dalam penentuan besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan, ada perusahaan yang sudah merencanakan dengan menetapkan target *dividend payout ratio* yang didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. Jadi untuk dapat membayar dividen dapat dibuat suatu rencana pembayarannya. John Lintner (1956) menjelaskan bahwa :

¹⁵ Keown et al. 2005. *Financial Management : Principles and Applications*. Pearson Education Inc. Tenth Edition. New Jersey.

¹⁶ Brealey, Myers, Marcus. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Penerbit Erlangga. Edisi Lima. Jilid 2.

- a. Perusahaan mempunyai target *dividend payout ratio* jangka panjang.
- b. Manajer memfokuskan pada tingkat perubahan dividen daripada tingkat absolut.
- c. Perubahan dividen yang meningkat dalam jangka panjang berguna untuk menjaga penghasilan. Perubahan penghasilan yang sementara tidak mempengaruhi *dividend payout ratio*.
- d. Manager bebas membuat perubahan dividen untuk keperluan cadangan.

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (MM menggunakan istilah *The Bird in the hand Fallacy*). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

2. Teori Dividen Tidak Relevan dari Modigliani dan Miller (MM)

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR (*Dividend Payout Ratio*) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak / *Earning Before Interest and Tax (EBIT)* dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan.

Pernyataan MM ini disadarkan pada beberapa asumsi penting “lemah” seperti di bawah ini:

- a. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional.
- b. Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- c. Tidak ada pajak.
- d. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.
- e. Distribusi pendapatan diantara dividen dan laba ditahan tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Beberapa ahli menentang pendapatan Modigliani dan Miller (MM) tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari laba ditahan dan menerbitkan saham biasa baru. Jadi biaya modal sendiri

sebesar laba yang ditahan. Tetapi apabila biaya modal sendiri berasal dari saham biasa baru, maka biaya modalnya sebesar saham biasa baru tersebut.

Beberapa ahli menyoroiti asumsi tidak adanya pajak. Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari *capital gains* akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan *capital gains* adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima *capital gains* daripada dividen karena pajak pada *capital gains* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui / dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Investor lebih suka bila perusahaan menetapkan DPR (*dividend payout ratio*) yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham.

3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains yield* rendah daripada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, maka perbedaan ini akan makin terasa.¹⁷

4. Teori *Signaling Hypothesis*

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, seringkali diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tetapi Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu “sinyal” kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Penurunan dividen diyakini investor sebagai suatu “sinyal” bahwa perusahaan menghadapi

¹⁷ Litzemberger dan Ramaswamy. 1979. *The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices : Theory and Empirical Evidence*. Journal of Financial Economics.

masa sulit dividen di waktu mendatang. Seperti teori dividen yang lain, teori sinyal ini juga sulit dibuktikan secara empiris karena nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Ada beberapa debatan mengenai manajemen sering kali memiliki informasi dalam mengenai perusahaan yang tidak bisa didapatkan investor. Perbedaan kemampuan mengakses informasi antara manajemen dan investor disebut *information asymmetry* (asimetri informasi).¹⁸

5. Teori Ekspektasi

Kebijakan dividen yang berhubungan dengan efek informasi memiliki benang khusus, yang disebut dengan kata *expected* (harapan). Tanpa memperhatikan daerah keputusannya, bagaimana harga pasar bereaksi terhadap tindakan manajemen tak ditentukan sepenuhnya oleh tindakannya sendiri, tetapi juga dipengaruhi harapan investor mengenai keputusan akhir yang akan dibuat oleh manajemen. Ide ini disebut teori ekspektasi.

Semakin dekat waktu manajemen memutuskan jumlah dividen mereka yang berikut, investor membentuk suatu harapan berapa banyak dividen itu nantinya. Harapan ini didasarkan pada beberapa faktor internal perusahaan, seperti keputusan dividen masa lalu, pendapatan sekarang dan yang diharapkan, strategi investasi, dan keputusan pendanaan. Selain itu juga mempertimbangkan faktor eksternal, seperti kondisi ekonomi secara umum, kekuatan atau kelemahan industri saat itu, dan kemungkinan perubahan dalam kebijakan pemerintah.

6. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio (DPR)* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang

¹⁸ Sharpe, W.F., Alexander, G., and Bailey, J.V., 1999. *Investments*. Prentice Hall. International Edition, p.567

saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar. Efek *clientele* ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

7. Teori Keagenan

Teori ini menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering bertentangan sehingga dapat terjadi konflik. Hal tersebut sering terjadi dikarenakan manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan itu, karena hanya akan menambah biaya bagi perusahaan dan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Akibat dari itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict* (Dewi, 2008).

Berdasarkan teori ini, pihak manajemen adalah agen pemilik sedangkan pemilik perusahaan merupakan *principal* (investor). Jensen dan Meckling (1976) memperlihatkan bahwa pemilik dapat meyakinkan diri mereka bahwa agen akan membuat keputusan yang optimal bila terdapat insentif yang memadai dan mendapatkan pengawasan dari pemilik. Prinsipal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki. Agen menginginkan kepentingannya diakomodasi dengan pemberian kompensasi / bonus / insentif yang memadai dan sebesar-besarnya atas kinerjanya. Principal menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian dividen. Semakin tinggi laba, harga saham dan semakin besar dividen yang dibagikan maka agen

dianggap berkinerja dengan baik sehingga layak mendapat insentif yang tinggi (Wahyudiharto 2009). Sebaliknya agensi memenuhi tuntutan principal agar mendapatkan kompensasi yang tinggi. Apabila tidak ada pengawasan yang memadai maka agensi dapat memainkan beberapa kondisi perusahaan agar seolah-olah target tercapai.

Biaya keagenan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut, seperti pemberian insentif, meningkatkan kepemilikan manajerial dan tindakan membatasi diri oleh manajer. Kebijakan dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen. Pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas karena kas yang banyak akan menstimulus pihak manajemen untuk menikmati kas tersebut bagi kepentingan dirinya sendiri.

Determinan kebijakan dividen adalah faktor-faktor yang menentukan kebijakan dividen, dimana dalam penelitian ini variabel-variabel independen yaitu yang terdiri dari *Earning After tax (EAT)*, *Debt to Total Asset (DTA)*, *Price Earning Ratio (PER)*, dan *Price To Book Value (PBV)* akan menjadi faktor penentu dalam mempengaruhi variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

2.2. Hubungan Variabel Independen dan Dependen

2.2.1. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Kebijakan dividen perusahaan tergambar pada *dividend payout rationya*, yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Menurut Gitman (2009), *cash dividend* (dividen tunai) adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk tunai. Pada dasarnya dividen ini dibagikan secara berkala seperti tahunan atau enam bulanan. Ketika perusahaan memutuskan berapa banyak uang kas yang akan dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham, manajer perusahaan harus mengingat bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang

saham dan pemegang saham akan menilai dividen sebagai pengembalian investasi atas modal yang ditanamkan pada perusahaan.

2.2.2. Profitabilitas dan *Dividend Payout Ratio*

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *profit* atau laba selama satu tahun. Menurut Gitman (2009), profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dengan menggunakan asset perusahaan, baik lancar maupun tetap dalam aktivitas produksi. Tanpa adanya profit, perusahaan tidak dapat menarik sumber modal eksternal untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan.

Profitabilitas juga merupakan tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak (*earning after tax*). Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Kemampuan dalam menghasilkan laba inilah yang akan sangat menjadi dasar pembagian dividen perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen.¹⁹ Hal ini dapat terlihat jelas dari arti kebijakan dividen itu sendiri, merupakan keputusan untuk

¹⁹ Hasnawati dan Septriana. 2008. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Tunai Pada Industri Rokok Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2007*. Jurnal Bisnis dan Manajemen. Vol. 4, No. 2

membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Ketika perusahaan mendapatkan laba, maka manajemen dapat memberikan saran kepada dewan direksi tentang dua alternatif penggunaan laba, yaitu :

1. Reinvestasi laba dalam operasi perusahaan
2. Mendistribusikan laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Jika perusahaan memiliki peluang investasi yang diharapkan akan menghasilkan laba, maka manajemen dapat menyarankan agar laba tersebut ditahan dan digunakan sebagai modal untuk membiayai investasi. Akan tetapi, jika keputusannya adalah membayarkan laba sebagai dividen tunai, maka kas akan dibagikan kepada para pemegang saham. Dividen tunai tergantung pada apakah perusahaan memiliki laba ditahan atau kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham. Laba yang digunakan dalam perhitungan dividen adalah laba setelah pajak (*Earning After Tax*). Perilaku kebijakan dividen menyatakan bahwa laba sesudah pajak suatu perusahaan yang mengalami fluktuasi cenderung naik, mengakibatkan jumlah mutlak dividen tumbuh. Jadi dividen akan naik hanya sesudah adanya kenaikan laba yang mendukung dan relatif permanen. Apabila dividen telah dinaikkan, maka diupayakan usaha untuk membayar dividen dalam jumlah baru yang ditetapkan tersebut dan jika yang terjadi penurunan laba bersih, maka dividen pada saat itu tetap dibayarkan sampai diperoleh kepastian bahwa laba setelah pajak tidak akan meningkat lagi.

2.2.3. *Leverage dan Dividend Payout Ratio*

Pembuat keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana harus tepat, apakah akan menggunakan sumber dana internal (laba ditahan) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau keduanya. Selain itu, pembuatan keputusan harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkannya, karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda. Konsekuensi yang harus ditanggung perusahaan jika menggunakan sumber dana berupa utang adalah perusahaan harus menaati perjanjian utang. Jika perusahaan

menggunakan sumber dana dari saham, perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen.

Rasio dari *leverage* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan hutangnya akan diambil dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut atau dapat diartikan sebagian kecil saja dari pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Selain itu, peningkatan hutang ini akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividen.²⁰

Proxy yang dipakai untuk mengukur *leverage* perusahaan dalam penelitian ini adalah *Debt to Total Assets (DTA)*. Rasio ini ditujukan untuk melihat kemampuan jangka panjang perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Semakin besar rasio *DTA* menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan.

2.2.4. Price Earning Ratio dan Price To Book Value dan Dividend Payout Ratio

Rasio Penilaian mencerminkan *performance* perusahaan secara keseluruhan karena yang menjadi tolak ukur dari rasio ini merupakan penggabungan dari saham biasa dengan pendapatan perusahaan dan nilai buku saham. Rasio ini juga merupakan cerminan dari rasio risiko, dimana rasio ini mengaitkan kondisi internal dengan kondisi pasar. Rasio penilaian ini terdiri atas *Price Earning Ratio (PER)*, *Price to Book Value (PBV)*, dan *Du Pont System*²¹.

²⁰ Riyanto, Bambang. 2000

²¹ Ross, Westerfield and Jordan. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Penerbit Salemba Empat. Jakarta, Edisi 8, Jilid 1.

Dalam penelitian ini hanya rasio *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) yang akan dipakai.

Nilai pasar (*market value*) dipakai untuk mengukur kinerja saham perusahaan di pasar modal. *Price Earning Ratio* (PER) adalah rasio yang dipakai untuk membandingkan peluang investasi. Suatu rasio harga dan penghasilan saham dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan penghasilan per lembar saham.

PER (*Price Earning Ratio*) mempunyai arti yang cukup penting dalam menilai suatu saham, rasio ini merupakan suatu indikasi tentang harapan masa depan suatu perusahaan. PER merupakan fungsi dari pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang, semakin tinggi tingkat pertumbuhan dari pendapatan yang diharapkan, maka semakin tinggi pula PER. Secara teoritis PER merupakan indikator yang dapat digunakan menentukan apakah harga saham-saham tertentu terlalu tinggi atau terlalu rendah, sehingga para calon investor dapat menentukan kapan sebaiknya saham dibeli atau dijual. Oleh karena itu, di dalam memilih saham dengan pertimbangan rasio tinggi rendahnya PER disarankan memilih saham dengan rasio PER yang tinggi.

Dengan argumen yang sama mengatakan jika hasil PER (*Price Earning Ratio*) tinggi menunjukkan bahwa investor mengharapkan adanya pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi di masa depan dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki rasio PER rendah. Bagi pemegang saham, meningkatnya dividen dapat mengurangi risiko arus kas masa depan yang meningkatkan harga saham dan rasio PER. *Price earning per share* tinggi dapat dikaitkan dengan risiko rendah dan rasio *payout* yang lebih tinggi, sedangkan *Price earning per share* rendah dapat dikaitkan dengan risiko tinggi dan rasio *payout* rendah.²²

²² Fama, EF and French, KR. 1988. *Permanent and Temporary Components of Stock Prices*. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 96(2), April, pp. 246-73.

Price to Book Value (PBV) adalah ukuran yang membandingkan antara penilaian investor dengan perusahaan mengenai kekayaan atau aset perusahaan pada waktu tertentu. *Price to Book Value (PBV)* menggambarkan nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, maka pasar akan percaya tentang prospek perusahaan tersebut. *Price to Book Value (PBV)* merupakan hubungan antara harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham. Penelitian secara empiris menemukan bahwa saham-saham yang memiliki rasio *PBV* rendah akan menghasilkan return yang secara signifikan lebih tinggi daripada saham-saham yang memiliki rasio *PBV* yang tinggi.²³ *Price to Book Value (PBV)* juga dipakai untuk menilai apakah suatu saham *undervalued* atau *overvalued*. Suatu saham dikatakan *undervalued* apabila harga sahamnya di bawah nilai buku perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya *overvalued* apabila harga saham melebihi nilai buku. Rasio *PBV* akan membantu investor mengetahui saham-saham yang murah, tepat nilainya atau yang mahal.

Beberapa alasan mengapa investor sering memakai rasio *PBV* dalam menganalisa investasi adalah :²⁴

- a. Nilai buku mempunyai nilai yang relatif stabil dan bisa dibandingkan dengan harga pasar. Investor kurang percaya pada penilaian dengan metode *discounted cashflow* dapat memakai metode *Price to Book Value (PBV)* sebagai perbandingan.
- b. Rasio *Price to Book Value (PBV)* bisa dibandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* atau *overvaluation*.
- c. Perusahaan dengan *earning* yang negatif, sering tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio (PER)* dan hanya bisa dinilai dengan rasio *Price to Book Value (PBV)*.

²³ Rosenberg B, Reid K, Lanstein R. 1985. *Persuasive evidence of market inefficiency*. Journal of Portfolio Management, 11(3):9-16.

²⁴ Damodaran, Aswath. 2002. *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of any Assets*, Second Edition, New York, John Wiley & Sons.

2.2.5. Jenis Pembayaran Industri Dalam Kebijakan Dividen

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak semuanya membagikan dividen kepada pemegang sahamnya baik dalam bentuk dividen tunai maupun saham. Hal ini dikarenakan adanya pertimbangan-pertimbangan yang berbeda dalam membuat keputusan kebijakan dividen di setiap perusahaan.

Industri manufaktur dianggap sebagai sektor yang paling banyak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya selama kurun periode 2004-2007 dibandingkan sektor lainnya di BEI.²⁵ Sama halnya si penulis dengan mengamati periode 2008-2011 untuk mengambil sampel penelitian dan diperoleh sektor manufaktur dibandingkan sektor lainnya yang memiliki target lebih besar dalam menjalankan kebijakan dividennya. Perusahaan manufaktur membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai rutinitas operasional dan pertumbuhan perusahaannya, salah satunya berhubungan dengan pembagian dividen.

2.3. Kajian Penelitian Terdahulu yang Relevan

Menurut Lintner (1956), kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen. Bukti empiris yang menghubungkan profitabilitas dengan dividen menunjukkan bahwa profitabilitas yang diwakilkan oleh Return on Equity (*ROE*) dan Net Profit Margin (*NPM*) secara signifikan berpengaruh terhadap dividen.²⁶ Kebijakan dividen secara umum didefinisikan sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham, maka jumlah laba bersih perusahaan yang berasal dari kegiatan pokoknya dengan menggunakan modal yang ada akan sangat berperan dalam pengambilan keputusan pembagian dividen tunai perusahaan. Jika

²⁵ Lisa Marlina dan Clara Danica. 2009. *Analisis Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio dan Return on Assets Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Manajemen Bisnis, Volume 2, No. 1, hal. 1-6

²⁶ Isfenti Sadalia dan Nurul Sari Syafitri Saragih. 2008. *Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Manajemen Bisnis, Vol. 1, No. 3, hal.103-108

perusahaan memiliki peluang investasi yang diharapkan akan menghasilkan laba, maka manajemen dapat menyarankan agar laba yang ada ditahan dan digunakan sebagai modal untuk membiayai investasi. Akan tetapi, jika keputusannya membayarkan laba sebagai dividen tunai maka kas akan dibagikan kepada para pemegang saham. Laba yang digunakan adalah laba setelah pajak (*Earning After Tax*). Perilaku kebijakan dividen menyatakan bahwa laba sesudah pajak suatu perusahaan mengalami cenderung naik, maka mengakibatkan jumlah mutlak dividen tumbuh. Bukti empiris yang menghubungkan laba setelah pajak (*Earning After Tax*) dengan dividen tunai, yaitu adanya laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax*) memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap dividen tunai.

Secara empiris meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur tahun 2003-2005. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel *Debt to equity ratio*, *Agency cost* dan *Return on asset* yang paling signifikan mempengaruhi *Dividend payout ratio*.²⁷

Secara empiris meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2005-2007 dengan mengambil jumlah sampel sebanyak 43 perusahaan. Hasilnya membuktikan bahwa variabel *Current Ratio*, *Net Profit Margin*, *Inventory Turn Over*, *Debt Equity Ratio*, *Price Earning Ratio*, *Growth Potential*, dan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*). Sedangkan variabel *Return on Assets (ROA)*, *Earning per Share* dan *Cash Position* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.²⁸

Secara empiris meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen kas pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur selain

²⁷ Nurlaidi. 2007. *Determinan Kebijakan Dividen Pada Emiten Sektor Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Tesis Pasa Sarjana UEU. Jakarta

²⁸ Hui-Hui dan Lina. 2011. *Analisis Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akuntansi/Volume XV, No.03, hal. 344-359.

bank dan lembaga keuangan lainnya yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2003-2007 dengan sampel penelitian sebanyak 21 perusahaan. Model penelitian yang dipakai adalah regresi berganda linier, dan hasilnya membuktikan bahwa variabel *Earning per Share* dan *Price Earning Ratio* berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Sedangkan variabel *Debt to Equity ratio*, *Return on Assets*, *Current Ratio*, *Net Profit Margin*, *Inventory Turn Over*, *Return on Equity* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.²⁹

Secara empiris meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI. Hasil dari penelitiannya membuktikan bahwa variabel ROA, ROE, EPS, DPS tahun lalu dan DER secara simultan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.³⁰

Priono (2006) melakukan penelitian tentang hal membagikan dividen, dengan menggunakan teknik *purposive sampling* maka diperoleh sebanyak 41 perusahaan (*listed* di BEJ) yang kontinyu membagikan dividen per desember 2002-2004. Secara empiris berhasil membuktikan bahwa variabel pertumbuhan asset secara parsial signifikan terhadap DPS. Variabel *cash ratio* dan ukuran perusahaan terbukti tidak signifikan terhadap DPS.

Penelitian mengenai hal pembayaran dividen dengan mengambil objek penelitian seluruh perusahaan yang *listed* di *Abu Dhabi Stock Exchange* periode 2005-2009, dan diperoleh sebanyak 44 perusahaan UAE (kecuali bank). Secara empiris berhasil membuktikan bahwa variabel ROE secara parsial signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel PER yang tinggi memiliki risiko kecil dan cenderung membayar dividen dalam jumlah yang besar,

²⁹ Tita Deitiana. 2011. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No.1, hlm. 57-64

³⁰ Binastuti dan Wibowo. 2012. *Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia)*. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol.8, No.2

artinya PER berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.³¹ Bukti empiris lainnya juga menyatakan bahwa peluang investasi memiliki pengaruh yang signifikan dengan rasio pembayaran dividen di dalam industri keuangan.³²

Ardestani et al melakukan penelitian mengenai kebijakan dalam membagikan dividen, dengan mengambil sampel 62 perusahaan sektor manufaktur yang *listed* di Bursa Malaysia periode 2006-2008. Secara empiris membuktikan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan dengan *dividend payout*. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang baik cenderung membagikan dividen dalam jumlah besar. Variabel *financial leverage* dan *debt maturity* memiliki korelasi negatif dengan *dividend payout*, tetapi hanya *debt maturity* yang signifikan dengan *dividend payout* sedangkan *financial leverage* tidak signifikan. Variabel profitabilitas berpengaruh secara negatif signifikan dengan *dividend payout*.³³

³¹ Mehta, Anupam. 2012. *An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy – Evidence from the UAE Companies*. Global Review of Accounting and Finance Vol. 3, No. 1, March, pp 18 – 31.

³² Sriharioto. 2011. Peran Kompensasi Manajemen, Ukuran Perusahaan dan Peluang Investasi Terhadap Pembayaran Dividen Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 2008-2009. Tesis Pasa Sarjana UEU. Jakarta.

³³ Ardestani, Rasid, Basiruddin, Mehri. 2013. *Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia*. Journal of Applied Finance & Banking, vol. 3. no. 1, 123-136

Tabel 2. Penelitian Terdahulu yang Relevan

No	Judul Penelitian	Peneliti	Variabel X dan Y	Hasil
1.	<i>Stock Option and Firm Dividend Policy : Evidence from Toronto Stock Exchange.</i>	Mondher Kouki	X : <i>Leverage, Profitability, Firm size, Free Cash flow, Ownership structure, Manager ownership, Ratio CEO Stock Option.</i>	Variabel <i>firm size</i> , <i>leverage</i> dan struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang positif signifikan
2.	Peran Kompensasi Manajemen, Ukuran Perusahaan dan Peluang Investasi Terhadap Pembayaran Dividen Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 2008-2009.	Sriharioto	X: Kompensasi Manajemen, Ukuran Perusahaan, Peluang Investasi, Biaya Agensi dan dummy keuangan. Y: Rasio pembayaran dividen (DPR).	Kompensasi manajemen, ukuran perusahaan, peluang investasi dan dummy keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.
3.	Determinan Kebijakan Dividen Pada Emiten Sektor Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)	Nurlaidi	X : <i>Debt to Equity Ratio, Working Capital Investment, Return on Assets dan Cash Position.</i> Y : <i>Dividend Payout ratio</i>	<i>Debt to Equity Ratio</i> dan <i>Return on Assets</i> merupakan variabel yang memiliki pengaruh signifikan dengan <i>dividend payout ratio</i> . <i>Return on Assets</i> merupakan variabel paling konsisten mempengaruhi <i>dividend payout ratio</i> .
4.	Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Tunai Pada Industri Rokok Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2007	Sri Hasnawati dan Novi Septriana	X: <i>earning after tax, cash ratio, return on investment (roi), debt to total assets (dta).</i> Y: dividen tunai	Laba bersih setelah pajak (<i>EAT</i>) berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen tunai yang dibagikan oleh industri rokok. <i>Cash ratio</i> dan <i>ROI</i> tidak berpengaruh positif terhadap dividen tunai yang dibagikan, karena hasilnya tidak signifikan.

No	Judul Penelitian	Peneliti	Variabel X dan Y	Hasil
5.	<i>An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies</i>	Anupam Mehta	X : <i>Firm Size, Profitability (ROA, ROE, EPS), Risk, Leverage and Liquidity.</i> Y : <i>Dividend policy</i>	Variabel <i>Firm Size</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan dengan kebijakan dividen. Variabel <i>Risk</i> memiliki pengaruh negatif yang signifikan dengan kebijakan dividen. Dengan kata lain, variabel PER berpengaruh positif signifikan dengan kebijakan dividen. Variabel <i>ROE</i> mewakili profitabilitas memiliki pengaruh negatif yang signifikan dengan kebijakan dividen. Sedangkan variabel <i>leverage</i> dan <i>liquidity</i> tidak berpengaruh secara signifikan.
6.	<i>Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia</i>	Ardestani, Rasid, Basiruddin dan Mehri	X : <i>investment opportunity set, financial leverage, debt maturity, profitability</i> Y : <i>Dividend Payout</i>	<i>Investment opportunity set</i> berpengaruh positif signifikan dengan <i>dividend payout</i> . <i>Financial leverage</i> tidak berpengaruh signifikan dengan <i>dividend payout</i> . <i>Debt maturity</i> berpengaruh negatif signifikan dengan <i>dividend payout</i> . <i>Profitability</i> berpengaruh negative signifikan dengan <i>dividend payout</i> .

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Kerangka Penelitian

Dalam merumuskan kebijakan dividen, manajer keuangan menghadapi banyak *trade off*, misalnya manajemen ingin memutuskan seberapa banyak mau diinvestasikan dan telah memilih campuran hutang - ekuitasnya untuk mendanai keputusan ini, keputusan membayar dividen yang besar berarti sekaligus memutuskan menahan sedikit laba atau ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan ekuitas eksternal. Sebaliknya dengan adanya keputusan investasi dan pendanaan perusahaan, pembayaran dividen yang kecil terkait dengan penahanan laba yang besar dan kebutuhan ekuitas eksternal yang lebih kecil.

Keputusan membayar dividen merupakan keputusan yang penting karena menentukan besarnya dana yang didistribusikan ke investor dan besarnya dana yang ditahan oleh perusahaan untuk diinvestasikan kembali. Jika dividen yang dibayarkan secara tunai semakin tinggi, maka dana yang tersedia untuk investasi semakin rendah. Kebijakan dividen yang optimal berarti rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*.

Ketika perusahaan mendeklarasikan dividen atau memutuskan untuk membeli kembali saham, manajemen menyadari bahwa investor akan berpikir apakah keputusan itu menyediakan informasi tentang profitabilitas perusahaan. Investor tidak dapat membaca pikiran para manajer, tetapi mereka belajar dari tindakan para manajer. Manajer tahu bahwa ketika dividen naik, investor akan menjadi yakin akan arus kas dan laba perusahaan. Karena kebijakan pembayaran dividen yang tinggi, mahal bagi perusahaan yang tidak mempunyai kas untuk mendukungnya dan peningkatan dividen menandakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas yang cukup guna mempertahankan pembayaran dividen. Oleh karena itu, tidak mengejutkan ketika kita menemukan bahwa

pengumuman pemotongan dividen biasanya dianggap sebagai berita buruk (harga saham biasanya turun), dan peningkatan dividen adalah berita baik (harga saham naik).

Dividen tunai sejak lama dianggap menjadi ukuran penting dalam *shareholder value* dan sumber ekspektasi *real return*, selain *capital gain*. Perusahaan yang mampu membagikan dividen tunai dianggap mampu menghasilkan *free cash flow* bagi investor. Walaupun banyak investor yang mengambil keputusan berinvestasi pada suatu saham dengan tujuan hanya memperoleh *capital gain*, namun kondisi bursa yang tidak stabil serta ketidakhati-hatian dalam membaca situasi pasar dapat menyebabkan kemungkinan investor mendapat *capital gain* menjadi lebih sedikit atau bahkan mengalami *capital loss*. Kemungkinan terjadinya *capital loss* ini membuat para investor banyak bergantung pada pembagian dividen tunai.

Menurut Riyanto (2001), mengemukakan bahwa *dividend payout ratio* adalah presentase pendapatan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen kas. Menurut Hin (2001), *dividend payout ratio* merupakan perbandingan dividen yang diberikan ke pemegang saham dan laba bersih per saham. Menurut Downes dan Goodman (2001), *dividend payout ratio* adalah persentase laba yang dibayarkan secara tunai. Umumnya semakin tinggi rasio pembayaran maka semakin dewasa perusahaan itu.³⁴ Apabila laba (laba setelah pajak) yang diperoleh perusahaan besar, maka dividen tunai yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada investor juga semakin besar karena investor sangat penting bagi perusahaan. Serupa dengan teori *bird in the hand* yang meyakini bahwa investor akan lebih jauh menghargai pendapatan yang berupa dividen daripada *capital gain*.

Kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar

³⁴ Tita Deitiana. 2011. Op.cit, hal. 61-62

dividen. Maka kemungkinan apabila keuntungan yang diperoleh besar, pembayaran dividen akan besar pula atau bahkan bisa sebaliknya.³⁵

Kemampuan perusahaan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan guna menjalankan aktivitas operasionalnya dapat dilihat juga dari rasio *Debt To Total Assets (DTA)*. Rasio *DTA* menunjukkan besarnya hutang (hutang jangka pendek dan panjang) yang digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan untuk aktivitas sehari-hari. Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, hal ini berarti bahwa hanya sebagian kecil saja dari pendapatan atau *earnings* yang dapat dibayarkan sebagai dividen, dengan kata lain perusahaan harus menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah. Penelitian secara empiris membuktikan berpengaruh negatif terhadap besarnya dividen tunai pada industri rokok.³⁶

Nilai pasar (*market value*) dipakai untuk mengukur kinerja saham perusahaan di pasar modal. Penilaian ini mencerminkan *performance* perusahaan secara keseluruhan karena yang menjadi tolak ukur dari rasio ini merupakan penggabungan dari saham biasa dengan pendapatan perusahaan dan nilai buku saham. Penilaian pasar terhadap kebijakan pembayaran dividen dalam penelitian ini menggunakan *Price Earning Ratio (PER)*, *Price to Book Value (PBV)* sebagai variabel bebas. Apabila *PER* semakin besar, maka akan semakin besar pula rasio pembayaran dividennya (*dividend payout ratio*). Sama halnya semakin tinggi rasio *PBV* ini, maka pasar akan percaya tentang prospek perusahaan tersebut. Semakin bagus prospek perusahaan, investor cenderung akan membeli saham perusahaan tersebut karena return yang diharapkan juga semakin baik.

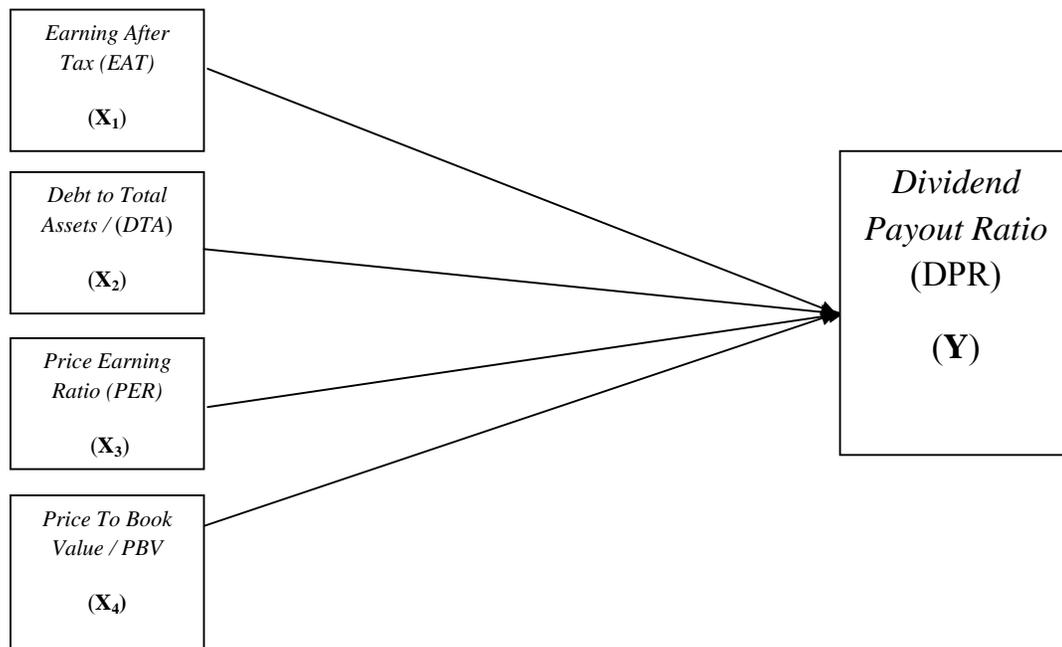
Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti mengenai beberapa variabel seperti *earning after tax*, *debt to total asset*, *price earning ratio*, dan *price to book value* yang mempengaruhi keputusan pembayaran dividen perusahaan Indonesia sektor riil

³⁵ Fahrurrozi. 2007. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Penentuan Kebijakan Pembagian Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Tetap Manajerial Magister Manajemen UNRI. Vol. 7, No.7, hal 29-42.

³⁶ Sri Hasnawati dan Novi Septriana. 2008. Op.cit.

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan pemikiran diatas, peneliti menggambarkan model penelitian sebagai berikut.

Untuk memperjelas pemahaman model persamaan regresi yang akan diolah dijelaskan dalam gambar berikut :



Gambar 1. Model Penelitian

3.2 Hipotesis Penelitian

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Penahanan laba ini digunakan sebagai modal untuk membiayai investasi dan pertumbuhan. Akan tetapi, jika keputusannya adalah membayar laba sebagai dividen tunai, maka kas akan dibagikan kepada para pemegang saham. Laba yang digunakan dalam perhitungan dividen adalah laba setelah pajak. Laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax*) berpengaruh positif terhadap variabel pembagian dividen tunai. Penelitian yang dilakukan si penulis menggunakan model tobit untuk mengestimasi kemungkinan hubungan antara *earning after tax* dengan pembayaran dividen dengan menggunakan 640 sampel data sektor riil yang memenuhi kriteria penelitian dari total populasi perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2011.

Hipotesis 1 : Terdapat pengaruh positif earning after tax dengan rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio).

Pembuat keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana internal (laba ditahan) atau eksternal (hutang dan ekuitas) atau keduanya, harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkannya. Jika perusahaan mengambil hutang maka konsekuensinya menaati perjanjian hutang dan perusahaan yang menggunakan sumber dana dari saham, berarti perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen. Perusahaan yang memiliki leverage operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah.³⁷ Pernyataan ini sesuai dengan pandangan bahwa perusahaan yang beresiko akan membayar dividennya rendah, dengan maksud untuk mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal karena apabila perusahaan menentukan pelunasan hutangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, sehingga hanya sebagian kecil pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen. *Debt to total assets (DTA)* merupakan rasio antara total hutang baik hutang jangka pendek dan panjang terhadap total aktiva baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. Semakin besar *DTA* menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Bukti empiris mengatakan bahwa *DTA* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap besarnya dividen tunai yang dibagikan pada industry rokok tbk.³⁸

Hipotesis 2 : Terdapat pengaruh negatif debt to total assets dengan rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio).

³⁷ Rozeff, M.S. 1982. *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend policy*. the journal of financial research, vol. V, no. 3, Fall, pp. 249-259.

³⁸ Sri Hasnawati dan Novi Septriana. 2008. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Tunai Pada Industri Rokok Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2007*. Jurnal Bisnis dan Manajemen. Vol.4, No. 2

Price Earning Ratio (PER) menunjukkan rasio harga per saham terhadap laba per saham. Apabila *PER* semakin besar, maka akan semakin besar pula rasio pembayaran dividennya (*dividend payout ratio*). Karena dengan harga saham yang tinggi dan laba yang tinggi maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen kepada para investor. Sehingga seorang investor akan menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar kepercayaan investor.

Hipotesis 3 : Terdapat pengaruh positif price earning ratio dengan rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio).

Price To Book Value (PBV) dapat memberikan petunjuk kepada manajemen perusahaan mengenai pandangan para investor terhadap kinerja perusahaan di masa lalu dan melihat prospek perusahaan untuk masa yang akan datang. Semakin tinggi rasio PBV suatu perusahaan menunjukkan semakin tinggi pula penilaian investor terhadap perusahaan yang bersangkutan, relatif apabila dibandingkan dengan dana yang diinvestasikannya. Hal ini akan berakibat pada semakin meningkatnya harga saham suatu perusahaan, dengan demikian diharapkan pula akan meningkatkan tingkat kembalian (*return*) perusahaan yang bersangkutan.

Hipotesis 4 : Terdapat pengaruh positif price to book value dengan rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio).

3.3. Desain Penelitian

Desain yang dipakai dalam penelitian ini adalah metode analisis deskriptif dan bersifat kausal. Analisis deskriptif dilakukan untuk memperoleh kejelasan mengenai ciri-ciri variabel yang diteliti atau menggambarkan perilaku variabel-variabel yang diamati berdasarkan data-data statistik yang diperoleh. Kausal disini artinya, mencari hubungan atau pengaruh antara variabel independen yang terdiri dari *earning after tax*, *debt to total asset*, *price earning ratio*, dan *price to book value* terhadap variabel dependennya yaitu pembayaran dividen kas yang diprosikan dengan *dividend payout ratio*. Apabila terjadi hubungan, juga akan diteliti seberapa jauh tingkat pengaruh (signifikansi) satu variabel akan mempengaruhi variabel lainnya.

3.4. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen (Y)

Pembayaran dividen kas dalam penelitian ini diproksikan dengan *dividend payout ratio*. Rasio pembayaran dividen ini mengindikasikan jumlah dividen yang dibayar relatif terhadap *earning* (laba) perusahaan. *Dividend Payout Ratio (DPR)* diukur dengan pembayaran dividen dibagi dengan laba bersih (*earning*).

2. Variabel Independen (X)

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah terdiri :

a. *Earning After Tax / Laba Bersih (X₁)*

Laba bersih adalah laba setelah memenuhi kewajiban kepada *stakeholder* kecuali *stockholder*. Laba bersih yang digunakan adalah laba perusahaan setelah dikurangi pajak atau yang biasa disebut dengan *Earning After Tax (EAT)*.

b. *Debt to Total Asset / DTA (X₂)*

Rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi total hutang dari total aktiva yang dimiliki perusahaan. Rasio hutang ini menunjukkan berapa banyak hutang yang digunakan membiayai asset-aset perusahaan (Keown et al., 2005:80).

$$DTA = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

c. *Price to Earning Ratio / PER (X₃)*

Rasio yang dipakai untuk membandingkan peluang investasi. Suatu rasio harga dan penghasilan saham dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan penghasilan per lembar saham.³⁹

$$PER = \frac{\text{Harga per Saham}}{\text{Laba per Saham}}$$

³⁹ Handono Mardiyanto. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan*, PT. Gramedia Widiasarana Indonesia.

d. *Price to Book Value / PBV* (X_4)

Digunakan untuk menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku suatu perusahaan. Sehingga dengan informasi tersebut para investor dapat mengetahui kinerja suatu perusahaan untuk mengurangi tingkat risiko dalam berinvestasi. Untuk menghitung *PBV* dapat digunakan rumus sebagai berikut :

$$\frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai buku saham}}$$

Tabel 3.
Pengukuran Variabel Dependen dan Independen

Nama Variabel	Variabel	Pengukuran	Skala
DPR	<i>Dividend Payout Ratio</i>	<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i> diukur dengan pembayaran dividen sekarang dibagi dengan laba bersih (<i>earning</i>) tahun lalu.	Rasio
EAT	<i>Earning After Tax</i>	Laba bersih yang digunakan adalah laba perusahaan setelah dikurangi pajak. Nilainya dalam triliunan rupiah.	Rasio
DTA	<i>Debt to Total Asset</i>	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total aktiva}}$	Rasio
PER	<i>Price Earning Ratio</i>	$\frac{\text{Harga per saham}}{\text{Laba per saham}}$	Rasio
PBV	<i>Price To Book Value</i>	$\frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$	Rasio

3.5. Teknik Pengumpulan Data dan Pengambilan Sampel.

1. Jenis Data

Data yang digunakan adalah data kuantitatif yang berupa *dividend per share*, *earning per share*, *total asset*, total hutang, *earning after tax*, *price per share*, *dividend per share*, *earning per share* dan *price to book value*.

2. Sumber Data

Data sekunder diambil dari *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)*, dan web site BEI (www.idx.co.id) untuk perusahaan-perusahaan *go public* sektor riil baik yang melakukan pembayaran dividen maupun yang tidak membayar dividen selama periode 2008-2011. Cara pengumpulan data juga dilakukan dengan melakukan penelitian kepustakaan yaitu dengan cara mengumpulkan artikel-artikel ilmiah, buku, dan sumber-sumber lain yang berhubungan dengan penelitian. Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data laporan keuangan hasil audit tahunan perusahaan selama tahun observasi yaitu 2008, 2009, 2010 dan 2011.

3. Pengumpulan Data

Data penelitian diperoleh melalui media internet, melakukan kunjungan ke Bursa Efek Indonesia, dan studi pustaka melalui artikel-artikel keuangan dan jurnal-jurnal ilmiah.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel sumber data dengan beberapa pertimbangan / kriteria tertentu sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan *go public* meliputi sektor riil perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2011.
2. Perusahaan yang membagikan dividen maupun tidak membagikan selama periode penelitian.

3. Ketersediaan informasi yang lengkap pada semua variabel penelitian, meliputi laba bersih setelah pajak, *closing price*, dividen per lembar, total aktiva, hutang, ekuitas, *book value*, dan rasio pembayaran dividen lainnya.

3.6. Uji Kualitas Data

Pengujian kualitas data dalam penelitian ini menggunakan *software Eviews 7*. Dalam penelitian ini hanya dilakukan pengujian multikolinearitas karena analisa yang dipakai adalah model Tobit.

3.6.1. Uji Multikolinearitas

Semakin banyak variabel bebas, semakin tinggi kemampuan regresi yang dibuat untuk menerangkan variabel tidak bebas. Penggunaan beberapa variabel bebas menyebabkan berpeluangnya variabel tersebut saling berkorelasi atau dikenal dengan adanya multikolinearitas diantara variabel bebas. Oleh sebab itu, dalam membuat regresi berganda, variabel bebas yang baik adalah variabel bebas yang mempunyai hubungan dengan variabel tidak bebas, tetapi tidak memiliki hubungan dengan variabel bebas lainnya.

3.7. Metode Analisis

Perhitungan Tobit dikemukakan oleh James Tobin pada tahun 1958 ketika menganalisa pengeluaran para rumah tangga di Amerika Serikat untuk membeli mobil. Pengeluaran untuk mobil di beberapa rumah tangga menjadi nol (karena rumah tangga tersebut tidak membeli mobil) dan hal ini sangat berpengaruh terhadap hasil analisa regresi. Ia menemukan bahwa jika tetap menggunakan *Ordinary Least Square (OLS)*, perhitungan parameter akan cenderung mendekati nol juga dan menjadi tidak signifikan, atau jika menjadi signifikan, nilainya mengalami bias (terlalu tinggi atau terlalu rendah) dan juga tidak konsisten (jika ada data baru, hasilnya tidak sama atau tidak sesuai dengan hasil semula).

Untuk mengatasi masalah-masalah tersebut, metode Tobit menggunakan cara *maximum likelihood (ML)*, yaitu dengan memaksimalkan nilai dari *likelihood*

function dengan mencari parameter-parameter regresi yang memberikan nilai tertinggi untuk *likelihood function* tersebut⁴⁰.

Metode Tobit digunakan karena data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data yang *censored*, yaitu nilai dari variabel tidak bebas (dependen), yaitu *Dividend Payout Ratio (DPR)* dibatasi dan hanya boleh berkisar antara 0 dan 100 (persentase pembayaran dividen maksimal 100%). Jika metode *Ordinary Least Square (OLS)* digunakan dengan data tersebut, maka hasil regresi akan menjadi bias dan tidak konsisten.

Tobit model juga bertujuan untuk menemukan nilai terbaik dari masing-masing koefisien. Bila koefisien suatu variable ternyata positif maka probabilitas untuk membayar dividen akan positif. Hal ini berarti semakin tinggi nilai koefisien variabel tersebut akan berkaitan dengan semakin tinggi probabilitas untuk membayar dividen, atau dengan kata lain semakin kecil resiko untuk tidak membayar dividen. Sebaliknya bila koefisien suatu variabel ternyata negatif maka probabilitas untuk membayar dividen juga negatif. Hal ini berarti semakin rendah nilai koefisien variabel tersebut akan berkaitan dengan semakin rendah probabilitas untuk membayar dividen, atau dengan kata lain makin tinggi resiko untuk tidak membayar dividen⁴¹.

Secara matematis dalam penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y_{(t)} = \beta_0 + \beta_1 X_{1(t-1)} + \beta_2 X_{2(t-1)} + \beta_3 X_{3(t-1)} + \beta_4 X_{4(t-1)} + \varepsilon$$

Dimana :

Y = *Dividend Payout Ratio (DPR)*

β_0 = *intercept*

X_1 = *Earning After Tax (EAT)*

X_2 = *Debt to Total Assets (DTA)*

X_3 = *Price Earning Ratio (PER)*

X_4 = *Price To Book Value (PBV)*

(t) = periode sekarang

⁴⁰ Damodar N. Gujarati. 2003. *Basic Econometrics*, Fourth Edition, McGraw-Hill Education.

⁴¹ Ibid.

$(t-1)$ = periode tahun lalu

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = koefisien regresi

ε = *standard error*

Metode Tobit mengasumsikan bahwa variabel-variabel bebas tidak terbatas nilainya (*non-censored*); hanya variabel tidak bebas yang *censored*; semua variabel (baik bebas maupun tidak bebas) diukur dengan benar; tidak ada *autocorrelation*; tidak ada *heteroscedascity*; tidak ada multikolinearitas yang sempurna; dan model matematis yang digunakan menjadi tepat.⁴²

3.8. Uji Ketepatan

Uji Signifikansi Parameter

Pengujian ini dapat menunjukkan pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Bila nilai sig. < 0.05 berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen terhadap variabel dependen. Bila nilai sig. > 0.05 berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen terhadap variabel dependen.

⁴² Damodar N. Gujarati. 2003. *Basic Econometrics*, Fourth Edition, McGraw-Hill Education.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Perusahaan yang dijadikan objek penelitian adalah semua perusahaan sektor riil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, baik manufaktur dan non manufaktur (diluar sektor keuangan). Industri manufaktur sendiri terbagi atas tiga sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri barang konsumsi. Sektor industri dasar dan kimia terbagi atas sub sektor kayu dan olahannya, sub sektor keramik, kaca dan porselen, sub sektor kimia, sub sektor logam dan sejenisnya, sub sektor pakan ternak, sub sektor plastik dan kemasan, sub sektor pulp dan kertas dan sub sektor semen. Sedangkan sektor aneka industri terdiri atas sub sektor otomotif dan komponen, alas kaki, kabel, tekstil dan garmen. Untuk sektor industri barang konsumsi terdiri atas sub sektor farmasi, kosmetik, *food and beverages*, peralatan rumah tangga dan rokok. Sektor non manufaktur dalam penelitian ini meliputi sektor properti, real estate, konstruksi bangunan, infrastruktur, transportasi, utilities, pertambangan, jasa dan perdagangan.

4.2. Pembahasan

4.2.1. Hasil Uji Kualitas Data

Untuk mendeteksi terdapat atau tidaknya multikolinearitas antar variabel independen dilakukan pengujian koefisien korelasi. Besarnya koefisien korelasi antar variabel penjelas dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1
Matriks Korelasi

	EAT	DTA	PER	PBV
EAT	1.000000			
DTA	-0.068875	1.000000		
PER	-0.026428	-0.073247	1.000000	
PBV	0.029353	0.027628	0.139607	1.000000

Data diolah dengan software Eviews 7

Berdasarkan tabel 4.1 secara keseluruhan korelasi antar variabel independen relatif kecil, hal ini berarti tidak terjadi multikolinearitas antar variabel penjelas. Beberapa variabel penjelas memiliki korelasi positif seperti:

1. *Earning after tax* (EAT) dengan *price to book value* (PBV)
2. *Debt to total assets* (DTA) dengan *price to book value* (PBV)
3. *Price earning ratio* (PER) dengan *price to book value* (PBV)

Korelasi di atas dapat diartikan apabila suatu perusahaan menghasilkan laba bersih (*earning after tax*) semakin banyak dari tahun ke tahun maka pasar akan menilai kinerja perusahaan dengan baik dan adanya penambahan asset atau kekayaan perusahaan, sehingga banyak diminati investor dan membeli saham perusahaan tersebut. Perusahaan manufaktur membutuhkan banyak dana untuk membiayai operasionalnya sehari-hari dan untuk membayar dana eksternal seperti dividen untuk para pemegang saham atas setoran modal yang sudah diberikan untuk perusahaan.

PER (*Price earning ratio*) dan PBV (*Price to book value*) memiliki korelasi yang positif karena apabila harga suatu saham perusahaan naik berarti perusahaan tersebut memiliki kinerja yang bagus di mata investor dan pastinya akan mendorong investor untuk membeli saham perusahaan tersebut.

Beberapa variabel independen dalam penelitian ini ada juga yang memiliki korelasi negatif, seperti EAT dengan DTA. Perusahaan membayar hutang atau kewajibannya diperoleh dari laba yang ada sehingga akan mengurangi pendapatan perusahaan. Korelasi negatif lainnya variabel EAT dengan PER, dan DTA dengan PER dan lainnya. Korelasi tersebut dapat diartikan hubungan antar variabel tersebut berbanding terbalik, yaitu apabila salah satu variabel independen yang berkorelasi negatif atau dengan kata lain salah satu variabel naik akan diikuti penurunan variabel lainnya.

4.2.2. Analisis Deskriptif

Penelitian ini akan memberikan analisa terkait variabel-variabel penjelas yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen untuk perusahaan riil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memperoleh laba atau tidak dengan metode *purposive sampling*. Selama kurun waktu 4 tahun dari 2008 sampai

dengan 2011. Analisis statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini adalah analisa regresi model Tobit. Untuk tahun 2008 sampai dengan 2011 terdapat 84 perusahaan manufaktur dan 76 non manufaktur yang memenuhi syarat dan diperoleh sebanyak 640 sampel data dari total 812 sampel yang memenuhi syarat pengujian dengan menggunakan model tobit.

Pembagian dividen perusahaan sektor riil (diluar industri keuangan) yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 sampai 2011 ditentukan oleh beberapa variabel independen seperti *earning after tax*, *debt to total asset*, *price earning value* dan *price to book value*.

Tabel 4.2
Distribusi Pembayaran Dividen Tahun 2008-2011

Variabel	DPR>0		DPR=0	
	Manufaktur	Non Manufaktur	Manufaktur	Non Manufaktur
DPR	0.353	0.346	0.000	0.000
EAT (Jutaan rupiah)	2.171	0.949	0.048	0.053
CP	1.868	4.404	2.837	7.115
DTA	0.426	0.477	0.479	0.469
PER	13.637	19.562	28.277	54.901
PBV	1.905	2.005	1.358	1.418
Jumlah Sampel	204	165	136	135
Persentase	0,60	0,55	0,40	0,45

Data diolah dari ICMD 2010-2012

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur memiliki persentase lebih besar dibandingkan dengan perusahaan non manufaktur dalam hal membagikan dividen. Selama periode penelitian tahun 2008-2011 persentase perusahaan manufaktur membagikan dividen sebesar 35,3% sedangkan non manufaktur 34,6%. Dari total sampel 640 data, yang membagikan dividen lebih banyak sebesar 369 perusahaan dibandingkan dengan yang tidak membagikan sebesar 271 perusahaan baik bagi perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Dari 340

sampel perusahaan manufaktur yang membagikan dividen sebesar 60% dan yang tidak membagikan dividen sebesar 40%. Perusahaan non manufaktur terdiri dari 300 sampel perusahaan yang membagikan dividen sebesar 55% dan yang tidak membagikan sebesar 45%.

Secara umum perusahaan yang memiliki laba lebih besar dan persentase hutang yang lebih kecil akan membagikan dividen baik perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Laba bersih (*earning after tax*) yang diperoleh perusahaan manufaktur yang membagikan dividen adalah lebih banyak daripada perusahaan non manufaktur yang membagikan dividen. Dari besarnya persentase total hutang (*debt to total asset*) yang dimiliki perusahaan manufaktur yang membagikan dividen adalah lebih sedikit dibandingkan perusahaan non manufaktur yang membagikan dividen. Kedua variabel yaitu laba yang lebih besar dan persentase hutang lebih kecil ini mendorong kemungkinan perusahaan manufaktur memiliki persentase membagikan dividen lebih besar daripada perusahaan non manufaktur. Dari segi peluang investasi, dapat terlihat bahwa perusahaan non manufaktur yang membagikan dividen maupun tidak membagikan memiliki nilai peluang lebih besar daripada manufaktur, yaitu nilai dari *price earning ratio* dan *price to book value* perusahaan manufaktur lebih kecil. Dapat dikatakan bahwa perusahaan non manufaktur memiliki kesempatan mengembangkan usahanya lebih besar atau reinvestasi yang lebih banyak, sehingga kecenderungan untuk membagikan dividen lebih sedikit daripada perusahaan manufaktur.

4.2.3. Pengujian Hipotesis

Penulis menggunakan model Tobit untuk melakukan pengujian pada perusahaan yang membagikan dan yang tidak membagikan dividen. Analisa regresi model tobit dalam penelitian ini menggunakan sebanyak 4 (empat) variabel independen atau penjelas yaitu *Earning After Tax*, *Debt to Total Assets*, *Price Earning Ratio* dan *Price to Book Value*. Keempat variabel ini diuji untuk melihat adanya pengaruh dari variabel tersebut sebagai dasar alasan manajemen dalam hal membagikan dividen yang diwakili oleh *Dividend Payout Ratio* sebagai variabel

dependen, dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur dan non manufaktur (diluar industri keuangan) yang *go public* di BEI.

Tabel 4.3, menunjukkan hasil dari analisis regresi Tobit terhadap data perusahaan yang membayarkan dan tidak membayar dividen tahun 2008-2011 untuk total sampel 640. Hasil memperlihatkan bahwa ada empat (4) variabel penjelas secara statistik signifikan mempengaruhi rasio pembayaran dividen pada $\alpha = 0,05$, yaitu EAT (sig 0,031600<0,05), DTA (sig 0,000600<0,05), PER (sig 0,0000<0,05), dan PBV (0,0000<0,05).

Tabel 4.3

Hasil Model 1 Tobit Pembagian Dividen Tahun 2008-2011

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.187570	0.051129	3.668572	0.000200
EAT	0.004487	0.002088	2.148919	0.031600
DTA	-0.292376	0.085207	-3.431350	0.000600
PER	-0.002514	0.000509	-4.942135	0.000000
PBV	0.044719	0.008623	5.186071	0.000000

Data diolah dengan software Eviews 7

Model dapat ditulis :

$$\text{DPR} = 0,188 + 0,005 \text{ EAT} - 0,292 \text{ DTA} - 0,003 \text{ PER} + 0,045 \text{ PBV}$$

Variabel EAT mempunyai pengaruh yang positif signifikan (sig 0,0316<0,05) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Semakin besar laba yang diperoleh (EAT) oleh suatu perusahaan semakin besar persentase dividen yang dibayarkan. Peningkatan laba yang diikuti dengan peningkatan dividen sesuai dengan teori *bird in the hand* yang meyakini bahwa investor akan lebih jauh menghargai pendapatan yang berupa dividen daripada *capital gain* dan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sri Hasnawati dan Novi Septriana (2008). Dapat dilihat pada model 1 (satu) yaitu koefisien regresi EAT sebesar 0,005 hal ini berarti apabila EAT perusahaan naik sebesar 100 %

dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, maka pembayaran dividen akan meningkat sebesar Rp 5.000.000,-. Hipotesis 1 dalam penelitian ini terbukti.

Variabel *Debt to Total Assets (DTA)* menyatakan ada pengaruh negatif signifikan (sig 0,0006<0,05) atau memiliki hubungan terbalik dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Hal ini berarti semakin besar persentase hutang maka semakin kecil persentase perusahaan membayarkan dividennya atau sebaliknya semakin kecil persentase hutang maka semakin besar persentase perusahaan membayar dividennya. Hasil ini konsisten dengan penelitian Fahrurrozi (2007) yang menemukan bahwa tingkat hutang mempunyai hubungan terbalik dengan kebijakan pembagian dividen. Dapat dilihat dari model 1 (satu), koefisien regresi DTA sebesar -0,292 berarti jika DTA perusahaan naik 1 % dengan asumsi variabel lainnya konstan, maka rasio pembayaran dividen turun sebesar 29,2%. Hipotesis 2 dalam penelitian ini terbukti. Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal dan semakin besar pula beban bunga yang harus dibayar, sehingga menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Variabel PER (*Price Earning Ratio*) menyatakan adanya pengaruh negatif signifikan (sig 0,0000<0,05) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Hasilnya tidak sesuai dengan yang diprediksi. Hal ini berarti semakin besar PER maka semakin kecil perusahaan membayarkan dividennya. Dengan kata lain semakin besar peluang investasi yang dimiliki suatu perusahaan maka semakin kecil rasio pembayaran dividennya. Hasil ini konsisten dengan teori Black⁴³ (1976) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana investasi yang lebih besar sehingga akan cenderung mengurangi pembayaran

⁴³ Black. 1976. *The Dividend Puzzle*. The Journal of Portfolio Management, vol. 2, no.2, pp. 5-8.

dividen dan bagi investor hal ini merupakan peluang perusahaan bertumbuh dan mengharapkan adanya return yang lebih baik di tahun yang akan datang. Dapat dilihat dari model 1 (satu), koefisien regresi PER sebesar $-0,003$ berarti jika PER perusahaan naik 1 dengan asumsi variabel lainnya konstan, maka rasio pembayaran dividen turun sebesar $0,3$. Oleh karena itu, semakin tinggi kesempatan pertumbuhan perusahaan maka semakin kecil jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Kondisi perusahaan mungkin pada periode penelitian 2008-2011 sedang dalam masa pertumbuhan yang besar dan pihak manajemen cenderung melakukan reinvestasi, sehingga mengurangi rasio pembayaran dividen perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan Fama dan French yang menyatakan bahwa jika hasil PER (*Price Earning Ratio*) tinggi menunjukkan bahwa investor mengharapkan adanya pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi di masa depan dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki rasio PER rendah. Bagi pemegang saham, meningkatnya dividen dapat mengurangi risiko arus kas masa depan yang meningkatkan harga saham dan rasio PER. Hipotesis 3 dalam penelitian ini tidak terbukti.

Variabel PBV menyatakan bahwa ada pengaruh positif signifikan ($\text{sig } 0,0000 < 0,05$) antara *Price to Book Value* (PBV) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Artinya semakin besar PBV, maka semakin besar perusahaan membayarkan dividennya. Dapat dilihat pada model 1 (satu) yaitu koefisien regresi PBV sebesar $0,045$ hal ini berarti apabila PBV perusahaan naik sebesar 1 dengan asumsi variabel independen lainnya konstan, maka pembayaran dividen akan meningkat sebesar $4,5$. Semakin tinggi harga saham dibandingkan nilai buku per lembar saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham dan memberikan pengharapan untuk keuntungan yang lebih besar dari saham yang dibeli. Nilai PBV (*price to book value*) memiliki keunggulan dibandingkan dengan nilai PER (*price earning ratio*) dikarenakan lebih stabil dan cocok dipakai dengan

pendekatan teori Lintner (1956) yang mengupayakan pembagian dividen stabil. Hal ini dapat diartikan suatu perusahaan memiliki aset yang lebih banyak daripada perusahaan kecil berarti memberikan sinyal yang bagus kepada perusahaan dan investor akan adanya peluang yang lebih banyak untuk membagikan dividen. Hasil ini konsisten dengan Hui-Hui dan Lina (2011) tetapi tidak konsisten dengan Mehta (2012). Hipotesis 4 dalam penelitian ini terbukti.

4.2.4. Pengujian Hipotesis Berdasarkan Industri

Tabel 4.4, menunjukkan hasil dari analisis regresi Tobit model dua (2) terhadap data perusahaan manufaktur baik yang membayar maupun tidak membayar dividen tahun 2008-2011 untuk total sampel 340. Hasil memperlihatkan bahwa ada tiga (3) variabel penjelas secara statistik signifikan mempengaruhi rasio pembayaran dividen pada $\alpha = 0,05$, yaitu DTA (sig 0,0002<0,05), PER (sig 0,0011<0,05), dan PBV (0,0000<0,05).

Tabel 4.4
Hasil Model 2 Tobit Pembagian Dividen Industri Manufaktur Tahun 2008-2011

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.243429	0.065716	3.704240	0.000200
EAT	0.003059	0.002114	1.447116	0.147900
DTA	-0.448051	0.119965	-3.734854	0.000200
PER	-0.002974	0.000908	-3.273979	0.001100
PBV	0.058822	0.014396	4.086017	0.000000

Data diolah dengan software Eviews 7

Variabel *Debt to Total Assets (DTA)* menyatakan ada pengaruh negatif signifikan (sig 0,0002<0,05) atau memiliki hubungan terbalik dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Hal ini berarti semakin besar persentase hutang maka semakin kecil persentase perusahaan manufaktur membayarkan dividennya. Variabel PER (*Price Earning Ratio*) menyatakan adanya pengaruh negatif signifikan (sig 0,0011<0,05) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Hal ini berarti semakin besar PER maka semakin kecil perusahaan manufaktur

membayarkan dividennya. Dengan kata lain semakin besar peluang investasi yang dimiliki suatu perusahaan maka semakin kecil rasio pembayaran dividennya. Variabel PBV menyatakan bahwa ada pengaruh positif signifikan (sig $0,0000 < 0,05$) antara *Price to Book Value* (PBV) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Artinya semakin besar PBV, maka semakin besar perusahaan manufaktur membayarkan dividennya. Sedangkan hasil variabel *Earning After Tax* (EAT) diperoleh tidak signifikan dengan *dividend payout ratio*, dikarenakan selama periode penelitian, sektor manufaktur mengalokasikan labanya untuk membiayai operasionalnya dan pengembangan atau perluasan usahanya yang dapat menghasilkan lebih banyak keuntungan dan mungkin ada beberapa faktor ekonomi lainnya.

Tabel 4.5, menunjukkan hasil dari analisis regresi Tobit model tiga (3) terhadap data perusahaan non manufaktur baik yang membayar maupun tidak membayar dividen tahun 2008-2011 untuk total sampel 300. Hasil memperlihatkan bahwa ada tiga (3) variabel penjelas secara statistik signifikan mempengaruhi rasio pembayaran dividen pada $\alpha = 0,05$, yaitu EAT (sig $0,0001 < 0,05$), PER (sig $0,0003 < 0,05$) dan PBV ($0,0083 < 0,05$).

Tabel 4.5
Hasil Model 3 Tobit Pembagian Dividen Industri Non Manufaktur Tahun 2008-2011

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.086188	0.065427	1.317327	0.187700
EAT	0.049447	0.012662	3.905170	0.000100
DTA	-0.083783	0.118469	-0.707213	0.479400
PER	-0.002139	0.000590	-3.627716	0.000300
PBV	0.028141	0.010662	2.639275	0.008300

Data diolah dengan software Eviews 7

Variabel *Earning After Tax* (EAT) menyatakan ada pengaruh negatif signifikan (sig $0,0001 < 0,05$) atau memiliki hubungan terbalik dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Semakin besar laba yang diperoleh (EAT) oleh suatu perusahaan semakin besar persentase dividen

yang dibayarkan. Variabel PER (*Price Earning Ratio*) menyatakan adanya pengaruh negatif signifikan ($\text{sig } 0,0003 < 0,05$) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Hal ini berarti semakin besar PER maka semakin kecil perusahaan membayarkan dividennya. Dengan kata lain semakin besar peluang investasi yang dimiliki suatu perusahaan maka semakin kecil rasio pembayaran dividennya. Variabel PBV menyatakan bahwa ada pengaruh positif signifikan ($\text{sig } 0,0083 < 0,05$) antara *Price to Book Value* (PBV) dengan *Dividend Payout Ratio*, dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Artinya semakin besar PBV, maka semakin besar perusahaan membayarkan dividennya. Sedangkan hasil variabel *Debt to Total Assets* (DTA) yang diperoleh tidak signifikan dengan *dividend payout ratio*, mungkin dikarenakan ada faktor internal yang kuat dan sumber eksternal lainnya selain hutang yang dapat dipakai sebagai modal dan dana membiayai perusahaan non manufaktur.

4.2.5. Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis regresi model tobit untuk menguji hipotesis-hipotesis yang dikemukakan pada bab sebelumnya dengan menggunakan sampel sebanyak sektor 84 manufaktur dan 76 sektor non manufaktur sehingga dapat dikumpulkan sebanyak 640 data baik perusahaan yang membagikan dan tidak membagikan dividen selama tahun 2008-2011.

Dari hasil tabel 4.3, variabel EAT memiliki tanda positif signifikan artinya semakin besar *Earning After Tax* (laba bersih) yang dihasilkan maka semakin besar persentase dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Untuk variabel PER memiliki hasil yang signifikan tetapi tanda tidak sesuai dengan prediksi tetapi sesuai dengan teori Black (1976) dapat membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana investasi yang lebih besar sehingga akan cenderung mengurangi pembayaran dividen karena pendapatan yang dihasilkan digunakan untuk membiayai keperluan investasi. Untuk variabel PBV yang bertanda positif signifikan artinya semakin

besar PBV, maka semakin besar persentase dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Sedangkan untuk variabel DTA memiliki pengaruh negatif signifikan, menunjukkan bahwa perusahaan sedang dalam tahap pertumbuhan dan pengembangan usaha dan masih banyak membutuhkan dana dari pihak eksternal sehingga memperkecil peluang perusahaan membagikan dividennya.

Dari hasil tabel 4.4 dan 4.5, diperoleh satu (1) variabel yang sama berperan mempengaruhi rasio pembayaran, yaitu variabel PBV (*Price to Book Value*) selalu konsisten positif signifikan mempengaruhi *dividend payout ratio* dengan catatan variabel lain dianggap *ceteris paribus*. Artinya dengan adanya perkembangan pemeguan perusahaan dalam membagikan dividen, membuktikan bahwa pemegang saham (investor) menyukai saham perusahaan tersebut dan membelinya dengan harapan di masa yang akan datang akan memberikan return yang lebih besar.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan bahwa *earning after tax* (EAT) berpengaruh positif signifikan dengan *dividend payout ratio*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Sri Hasnawati dan Novi Septriana yang membuktikan bahwa laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) berpengaruh positif terhadap besarnya dividen tunai yang dibagikan.⁴⁴ Lintner juga menyatakan bahwa kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen.⁴⁵ Hal ini berarti semakin besar laba yang diperoleh maka semakin besar pula persentase dividen yang dibagikan kepada investor.

Debt to Total Asset (DTA) memiliki pengaruh yang negatif signifikan dengan *dividend payout ratio*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa perusahaan yang leverage operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah dan penelitian Tesdi Priono (2012). Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio DTA (beban hutang semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas (*earning after tax*) semakin berkurang karena harus membayar bunga, maka hak investor atas dividen juga semakin berkurang (menurun). Dengan kata lain semakin besar rasio DTA (*Debt to Total Asset*) maka semakin kecil persentase dividen yang dibagikan.

⁴⁴ Sri Hasnawati dan Novi Septriana. 2008. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Tunai Pada Industri Rokok Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2007*. Jurnal Bisnis dan Manajemen. Vol.4, No. 2

⁴⁵ Lintner, J. 1956. *Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty*. The Quarterly Journal of Economics. 78

Price Earning Ratio memiliki pengaruh yang signifikan dengan *dividend payout ratio* tetapi memiliki korelasi yang negatif. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Fama dan French yang menyatakan bahwa jika hasil PER (*Price Earning Ratio*) tinggi menunjukkan bahwa investor mengharapkan adanya pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi di masa depan atau semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka akan semakin besar kemampuannya bagi perusahaan untuk membayar dividen. Akan tetapi yang diperoleh dalam penelitian ini hasilnya bertanda negatif sesuai dengan teori Black (1976) yang mengartikan bahwa dengan adanya suatu perusahaan memiliki pembayaran dividen yang rendah akan memberikan sinyal bagus kepada investor karena diharapkan adanya peluang investasi yang lebih besar lagi. Perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana investasi lebih besar sehingga akan cenderung mengurangi pembayaran dividen karena pendapatan yang dihasilkan digunakan untuk membiayai keperluan investasi. Hal ini berarti bahwa perusahaan selama tahun 2008-2011 banyak mengupayakan peluang investasi yang lebih menguntungkan sehingga mengurangi rasio pembayaran dividen.

Price to Book Value (PBV) memiliki pengaruh yang positif signifikan dengan *dividend payout ratio*. Adanya hubungan yang positif ini berarti semakin tinggi PBV maka semakin besar persentase dividen yang dibagikan. Pembayaran dividen yang tinggi dan harga saham yang naik berarti adanya perkembangan perusahaan yang bagus, sehingga akan direspon oleh investor bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang lebih baik. Hasil ini konsisten dengan Anupam Mehta (2012).

Dari keempat variabel independen yang dianalisis, hasil menunjukkan bahwa ada 2 (dua) variabel yaitu *earning after tax* dan *price to book value* yang memiliki peranan penting dalam menentukan besarnya persentase pembagian dividen perusahaan. Semakin besar profit yang dihasilkan suatu perusahaan maka semakin besar persentase dividen yang dibagikan oleh perusahaan tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi berarti memiliki prospek yang bagus sehingga menarik para investor untuk membeli saham perusahaan tersebut dengan harapan di kemudian hari mendapatkan tingkat pengembalian atau dividen yang lebih tinggi.

5.2. Saran

1. Untuk menghasilkan suatu keputusan investasi yang tepat, pemegang saham atau investor sebaiknya memperhatikan informasi-informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan seperti peluang investasi selain data akuntansi saja. Hal ini dikarenakan dengan adanya informasi tersebut sangat bermanfaat untuk mengambil keputusan investasinya atau mampu meningkatkan dividen di masa mendatang. Pemegang saham juga sebaiknya melakukan diversifikasi investasi pada industri tertentu seperti perusahaan keuangan, sehingga diperoleh hasil yang lebih spesifik untuk penerapan pembayaran dividen pada industri tertentu di Indonesia.
2. Bagi investor yang lebih menyukai mendapatkan *return* saham berupa dividen daripada *capital gain* akan lebih baik mempertimbangkan variabel penjelas seperti laba bersih atau profitabilitas dan kesempatan investasi karena kedua variabel tersebut memiliki hubungan yang positif terhadap besarnya pembayaran dividen.
3. Bagi pemegang saham yang berkeinginan mengetahui peluang investasi suatu perusahaan sebaiknya tidak hanya berdasarkan harga pasar saham tetapi juga nilai buku. Hal ini karena nilai buku saham perusahaan (*price to book value*) memiliki nilai yang relatif stabil dan dapat dipakai mengukur apabila perusahaan tersebut memiliki *earning* yang negatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardestani, Rasid, Basiruddin, Mehri. 2013. *Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia*. Journal of Applied Finance & Banking, vol. 3. no. 1, 123-136
- Astuty dan Siregar. 2008. *Hubungan Antara Sinyal Dividen Tunai Dengan Kinerja Operasional Dan Kinerja Pasar*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia. Vol. 5, No. 1, pp 77-101.
- Binastuti dan Wibowo. 2012. *Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Ekonomi dan Manajemen, Vol. 8, No. 2.
- Brealey, Myers, Marcus. 2011. *Fundamentals of Corporate Finance*. Seventh Edition. Mc.Graw-Hill Higher Education. New York.
- Brigham, Eugene dan Houston. 2004. *Fundamentals of Financial Management* . Sixth Edition. University of Florida.
- . 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Tenth Edition. Thomson South-Western. Ohio, p.524.
- . 2006. *Intermediate Financial Management*, Tenth Edition. Orlando : The Dryden Press.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of any Assets*, Second Edition, New York, John Wiley & Sons.
- Deitiana, T., 2009. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol. 11, No. 1, pp 57-64.
- . 2011. *Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan Dan Dividen Terhadap Harga Saham*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol. 13, No. 1, hal 57-66.
- Fahrurrozi. 2007. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Penentuan Kebijakan Pembagian Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Tepek Manajerial Magister Manajemen UNRI. Vol. 7, No.7, hal 29-42.

- Fama, EF and French, KR. 1988. *Permanent and Temporary Components of Stock Prices*. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, Vol. 96(2), April, pp. 246-73.
- . 2001. *Disappering Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay*, Journal of Financial Economics, Desember, Vol. 60.
- Gitman, Lawrence. 2009. *Principles of Managerial Finance*. Twelfth Edition. Pearson International, Prentice Hall,.
- Gujarati, Damodar N., 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. McGraw-Hill. New York.
- Handono Mardiyanto. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan*, PT. Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Hasnawati, Sri dan Septriana, N. 2008. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Tunai Pada Industri Rokok Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2007*. Jurnal Bisnis dan Manajemen. Vol. 4, No. 2, pp. 157-200.
- Hui-Hui dan Lina. 2011. *Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akuntansi. Vol. 3, No. 3, pp. 344-359.
- Kouki, Mondher. *Stock Option and Firm Devidend Policy : Evidence from Toronto Stock Exchange*. International Research Journal of Finance and Economics ,25, hal. 97-113
- Kusno, Adjidarmo. 1998. *Analisis Penentu Price to Book Value Ratio (PBV) Dalam Keputusan Berinvestasi di Bursa Efek Jakarta periode 1994-19996*. Tesis Manajemen Keuangan. Universitas Indonesia.
- Levine, Stephan, Krehbiel, Berenson., 2011, *Statistics For Managers using Microsoft Excel*, Sixth Edition, Prentice Hall.
- Lintner, John. 1956. *Distribution of incomes of corporations among devidens, retained earning and taxes*. The American economic review, 46, hal 97-113.
- Mardiyanto, Handono. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan*. PT.Gramedia Widiasarana Indonesia, Jakarta.

- Marlina, L. dan Danica, C. 2009. *Analisis Pengaruh Cash Position, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Assets Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Manajemen Bisnis. Vol. 2, No. 1, pp 1-6.
- Mehta, Anupam. 2012. *An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies*. Global Review of Accounting and Finance Vol. 3, No. 1, March, pp 18 – 31.
- Nachrowi, N. D., dan Usman, H., 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit FE UI. Jakarta.
- Nurlaidi. 2007. *Determinan Kebijakan Dividen Pada Emiten Sektor Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Tesis Pasca Sarjana UIEU. Jakarta.
- Priono, Tesdi. 2006. *Analisis Pengaruh Rasio-Rasio Keuangan, Pertumbuhan Aset dan Ukuran Perusahaan Terhadap Dividen Per Share*. Tesis Pascasarjana Undip. Semarang.
- Ria, N. M. dan Husnah, N., 2006. *Pengaruh Dividen Tunai Dan Ukuran Perusahaan Pada Industri Manufaktur Terhadap Perilaku Investor*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia. Vol. 3, no. 2, pp. 261-279.
- Riyanto, Bambang. 2000. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFEE.
- Rosenberg B, Reid K, Lanstein R. 1985. *Persuasive evidence of market inefficiency*. Journal of Portfolio Management, 11(3):9–16.
- Ross, S. A. 1977. *The Determination Offinancial Structure : The Incentive Signaling Approach*. Bell Journal of Economics, Vol. 8.
- Ross, Westerfield, Jordan. 2008. *Corporate Finance Fundamentals*. Eight Edition, McGraw-Hill, New York.
- Rozeff, M.S. 1982. *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend policy*. the journal of financial research, vol. V, no. 3, Fall, pp. 249-259.
- Sadalia, Isfenti dan Saragih, N. S. S., 2008. *Pengaruh Profitability Dan Investment Oppurtunity Set Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Manajemen Bisnis. Vol. 1, No. 3, pp 103-108.
- Santoso, S., 2010. *Statistik Multivariat*. Elex Media Komputindo.

- Sekaran, Uma dan Roger Bougie. *Research Methods for Business :a skill building approach* Fifth Edition, John Wiley & Sons, 2010.
- Sriharioto. 2011. *Peran Kompensasi Manajemen, Ukuran Perusahaan dan Peluang Investasi Terhadap Pembayaran Dividen Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 2008-2009*. Tesis Pasca Sarjana UEU. Jakarta
- Sudarsi, Sri. 2002. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi Vol. 9, No. 1, hal 76-88.
- Sukri, Yandi. 2001. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Industri Food & Beverages & Property & Real Estate Di Bursa Efek Jakarta*.
- Susilowati, M. B. dan Warokka, Ari. 2010. *Pengaruh Investasi, Kepemilikan Manajerial, Dan Leverage Operasi Terhadap Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Dividen Dengan Kebijakan Leverage Keuangan*. Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia. Vol. 1, No. 1, pp. 115-139.
- Tarigan, M. U., 2008. *Rasio Profitabilitas, Likuiditas, Dan Hutang Dalam Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Melalui Kebijakan Dividen*. Jurnal Akuntansi. Vol. 8, No. 1, pp. 147-164.
- Weston, J.Fred, dan Brigham, Eugene. F. 1986. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan II* (7), Erlangga.
- www.duniainvestasi.com/bei/prices/stock
- www.google.com
- www.idx.co.id

LAMPIRAN

Lampiran 1. List Perusahaan

No	KODE EMITEN	EMITEN	SUB SEKTOR
1	AUTO	Astra Otoparts Tbk	Miscellaneous Industry
2	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Agriculture
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk	Trade, Services & Investment
4	ASGR	Astra Graphia Tbk	Trade, Services & Investment
5	ASII	Astra International Tbk	Miscellaneous Industry
6	BATA	Sepatu Bata Tbk	Miscellaneous Industry
7	BRAM	Indo Kordsa Tbk	Miscellaneous Industry
8	BRNA	Berlina Tbk	Basic Industry And Chemicals
9	CLPI	Colorpak Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
10	DLTA	Delta Djakarta Tbk	Consumer Goods Industry
11	EPMT	Enseval Putra Megatrading Tbk	Trade, Services & Investment
12	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
13	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk	Miscellaneous Industry
14	GGRM	Gudang Garam Tbk	Consumer Goods Industry
15	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Consumer Goods Industry
16	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk	Miscellaneous Industry
17	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Consumer Goods Industry
18	INTA	Intraco Penta Tbk	Trade, Services & Investment
19	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	Basic Industry And Chemicals
20	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk	Consumer Goods Industry
21	KLBF	Kalbe Farma Tbk	Consumer Goods Industry
22	LION	Lion Metal Works Tbk	Basic Industry And Chemicals
23	LMSH	Lionmesh Prima Tbk	Basic Industry And Chemicals
24	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	Agriculture
25	LTLS	Lautan Luas Tbk	Trade, Services & Investment
26	MAIN	Malindo Feedmill Tbk	Basic Industry And Chemicals
27	MRAT	Mustika Ratu Tbk	Consumer Goods Industry
28	MTDL	Metrodata Electronics Tbk	Trade, Services & Investment
29	SCCO	Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	Miscellaneous Industry
30	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	Agriculture
31	SMAR	SMART Tbk	Agriculture
32	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk	Basic Industry And Chemicals
33	TCID	Mandom Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
34	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	Basic Industry And Chemicals
35	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	Consumer Goods Industry
36	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk	Consumer Goods Industry
37	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry

No	KODE EMITEN	EMITEN	SUB SEKTOR
38	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	Miscellaneous Industry
39	TBLA	Tunas Baru Lampung	Agriculture
40	TURI	Tunas Ridean Tbk	Trade, Services & Investment
41	UNTR	United Tractors Tbk	Trade, Services & Investment
42	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
43	ADES	Akasha Wira International Tbk	Consumer Goods Industry
44	ADMG	Polychem Indonesia Tbk	Miscellaneous Industry
45	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	Consumer Goods Industry
46	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
47	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk	Basic Industry And Chemicals
48	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
49	APLI	Asiaplast Industries Tbk	Basic Industry And Chemicals
50	BISI	Bisi International Tbk	Agriculture
51	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk	Basic Industry And Chemicals
52	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk	Basic Industry And Chemicals
53	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk	Consumer Goods Industry
54	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
55	CTBN	Citra Tubindo Tbk	Basic Industry And Chemicals
56	DNET	Dyviacom Intrabumi Tbk	Trade, Services & Investment
57	EKAD	Ekadharma International Tbk	Basic Industry And Chemicals
58	ESTI	Ever Shine Textile Industry Tbk	Miscellaneous Industry
59	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk	Basic Industry And Chemicals
60	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk	Basic Industry And Chemicals
61	GZCO	Gozco Plantations Tbk	Agriculture
62	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk	Trade, Services & Investment
63	IGAR	Champion Pacific Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
64	IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk	Miscellaneous Industry
65	INAF	Indofarma (Persero) Tbk	Consumer Goods Industry
66	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
67	INDR	Indo-Rama Synthetics Tbk	Miscellaneous Industry
68	INDS	Indospring Tbk	Miscellaneous Industry
69	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	Basic Industry And Chemicals
70	JECC	Jembo Cable Company Tbk	Miscellaneous Industry
71	JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
72	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk	Basic Industry And Chemicals
73	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk	Miscellaneous Industry
74	KBLM	Kabelindo Murni Tbk	Miscellaneous Industry
75	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk	Consumer Goods Industry
76	KIAS	Keramika Indonesia Assosiasi Tbk	Basic Industry And Chemicals
77	KICI	Kedaung Indah Can Tbk	Consumer Goods Industry

No	KODE EMITEN	EMITEN	SUB SEKTOR
78	KONI	Perdana Bangun Pusaka Tbk	
79	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk	
80	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk	Miscellaneous Industry
81	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk	Miscellaneous Industry
82	MDRN	Modern Internasional Tbk	Trade, Services & Investment
83	MERK	Merck Tbk	Consumer Goods Industry
84	MYOR	Mayora Indah Tbk	Consumer Goods Industry
85	NIPS	Nipress Tbk	Miscellaneous Industry
86	PBRX	Pan Brothers Tbk	Miscellaneous Industry
87	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk	Basic Industry And Chemicals
88	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk	Consumer Goods Industry
89	PWON	Pakuwon Jati Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
90	PYFA	Pyridam Farma Tbk	Consumer Goods Industry
91	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk	Miscellaneous Industry
92	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk	Consumer Goods Industry
93	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk	Basic Industry And Chemicals
94	SIPD	Sierad Produce Tbk	Basic Industry And Chemicals
95	SKLT	Sekar Laut Tbk	Consumer Goods Industry
96	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
97	SPMA	Suparma Tbk	Basic Industry And Chemicals
98	SQBI	Taisho Pharmaceutical Indonesia (PS) Tbk	Consumer Goods Industry
99	SRSN	Indo Acidatama Tbk	Basic Industry And Chemicals
100	STTP	Siantar Top Tbk	Consumer Goods Industry
101	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk	Basic Industry And Chemicals
102	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
103	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk	Basic Industry And Chemicals
104	TRST	Trias Sentosa Tbk	Basic Industry And Chemicals
105	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Tbk	Consumer Goods Industry
106	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	Basic Industry And Chemicals
107	UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk	Miscellaneous Industry
108	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk	Agriculture
109	VOKS	Voksel Electric Tbk	Miscellaneous Industry
110	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk	Basic Industry And Chemicals

No	KODE EMITEN	EMITEN	SUB SEKTOR
1	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Mining
2	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
3	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
4	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
5	BUMI	Bumi Resources Tbk	Mining
6	FORU	Fortune Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
7	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
8	INDY	Indika Energy Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
9	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
10	JRPT	Jaya Real Property Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
11	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
12	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	Trade, Services & Investment
13	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk	Mining
14	MICE	Multi Indocitra Tbk	Trade, Services & Investment
15	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
16	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	Trade, Services & Investment
17	PNSE	Pudjiadi & Sons Tbk	Trade, Services & Investment
18	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk	Mining
19	SCMA	Surya Citra Media Tbk	Trade, Services & Investment
20	SMRA	Summarecon Agung Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
21	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk	Trade, Services & Investment
22	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
23	TOTL	Total Bangun Persada Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
24	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
25	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	Mining
26	ABBA	Mahaka Media Tbk.	Trade, Services & Investment
27	ADRO	Adaro Energy Tbk	Mining
28	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk	Trade, Services & Investment
29	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk	Trade, Services & Investment
30	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	Property, Real Estate And Building Construction

No	KODE EMITEN	EMITEN	SUB SEKTOR
31	BAYU	Bayu Buana Tbk	Trade, Services & Investment
32	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
33	BYAN	Bayan Resources Tbk	Mining
34	CITA	Cita Mineral Investindo Tbk	Mining
35	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
36	CNKO	Exploitasi Energi Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
37	COWL	Cowell Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
38	CSAP	Catur Sentosa Adiprana Tbk	Trade, Services & Investment
39	CTRA	Ciputra Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
40	CTRP	Ciputra Property Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
41	CTRS	Ciputra Surya Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
42	CTTH	Citatah Tbk	Mining
43	DART	Duta Anggada Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
44	DGIK	Nusa Konstruksi Enjiniring Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
45	DILD	Intiland Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
46	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
47	ELSA	Elnusa Tbk	Mining
48	ELTY	Bakrieland Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
49	EXCL	XL Axiata Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
50	FISH	FKS Multi Agro Tbk	Trade, Services & Investment
51	GEMA	Gema Grahasarana Tbk	Trade, Services & Investment
52	GMCW	Grahamas Citrawisata Tbk	Trade, Services & Investment
53	GPRA	Perdana Gapuraprima Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
54	HERO	Hero Supermarket Tbk	Trade, Services & Investment
55	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	Trade, Services & Investment
56	INCO	Vale Indonesia Tbk	Mining
57	INDX	Tanah Laut Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
58	INPP	Indonesian Paradise Property Tbk	Trade, Services & Investment
59	INVS	Inovisi Infracom Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
60	ISAT	Indosat Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation

No	KODE	EMITEN	SUB SEKTOR
-----------	-------------	---------------	-------------------

	EMITEN		
61	JIHD	Jakarta International Hotel & Dev. Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
62	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional Tbk	Trade, Services & Investment
63	KARK	Dayaindo Resources International Tbk	Trade, Services & Investment
64	KBLV	First Media Tbk	Trade, Services & Investment
65	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
66	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk	Trade, Services & Investment
67	KPIG	MNC Land Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
68	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
69	LAPD	Leyand International Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
70	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
71	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
72	MAMI	Mas Murni Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
73	MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk	Trade, Services & Investment
74	MDLN	Modernland Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
75	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk	Mining
76	MITI	Mitra Investindo Tbk	Mining
77	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
78	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	Trade, Services & Investment
79	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	Trade, Services & Investment
80	OKAS	Ancora Indonesia Resources Tbk	Trade, Services & Investment
81	OM_RE	Indonesia Prima Property Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
82	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	Trade, Services & Investment
83	PGLI	Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk	Trade, Services & Investment
84	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk	Mining
85	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk	Mining
86	PTRO	Petrosea Tbk	Mining
87	PTSP	Pioneerindo Gourmet International Tbk	Trade, Services & Investment
88	PUDP	Pudjiadi Prestige Limited Tbk	Trade, Services & Investment
89	RAJA	Rukun Raharja Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
90	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Trade, Services & Investment
No	KODE	EMITEN	SUB SEKTOR

	EMITEN		
91	RBMS	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
92	RDTX	Roda Vivatex Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
93	RIGS	Rig Tenders Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
94	SCBD	Danayasa Arthatama Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
95	SDPC	Millennium Pharmacon International Tbk	Trade, Services & Investment
96	SHID	Hotel Sahid Jaya International Tbk	Trade, Services & Investment
97	SMDR	Samudera Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
98	SONA	Sona Topas Tourism Industry Tbk	Trade, Services & Investment
99	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
100	TINS	Timah (Persero) Tbk	Mining
101	TIRA	Tira Austenite Tbk	Trade, Services & Investment
102	TMPO	Tempo Inti Media Tbk	Trade, Services & Investment
103	TRAM	Trada Maritime Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation
104	TRIL	Triwira Insanlestari Tbk	Trade, Services & Investment
105	WEHA	Panorama Transportasi Tbk	Infrastructure, Utilities & Transportation

Lampiran 2

Dependent Variable: DPR

Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)

Date: 01/20/14 Time: 16:52

Sample: 1 640

Included observations: 640

Left censoring (value) at zero

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.187570	0.051129	3.668572	0.0002
EAT	0.004487	0.002088	2.148919	0.0316
DTA	-0.292376	0.085207	-3.431350	0.0006
PER	-0.002514	0.000509	-4.942135	0.0000
PBV	0.044719	0.008623	5.186071	0.0000
D_MANUF	0.002320	0.033201	0.069864	0.9443
Error Distribution				
SCALE:C(7)	0.379817	0.015254	24.89892	0.0000
Mean dependent var	0.201815	S.D. dependent var		0.262388
S.E. of regression	0.250528	Akaike info criterion		1.150163
Sum squared resid	39.79249	Schwarz criterion		1.198961
Log likelihood	-361.0523	Hannan-Quinn criter.		1.169104
Avg. log likelihood	-0.564144			
Left censored obs	272	Right censored obs		0
Uncensored obs	368	Total obs		640

Industri Manufaktur

Dependent Variable: DPR

Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)

Date: 02/26/14 Time: 09:37

Sample: 1 340

Included observations: 340

Left censoring (value) at zero

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.243429	0.065716	3.704240	0.0002
EAT	0.003059	0.002114	1.447116	0.1479
DTA	-0.448051	0.119965	-3.734854	0.0002
PER	-0.002974	0.000908	-3.273979	0.0011
PBV	0.058822	0.014396	4.086017	0.0000
Error Distribution				
SCALE:C(6)	0.379106	0.020353	18.62687	0.0000
Mean dependent var	0.211953	S.D. dependent var		0.274826
S.E. of regression	0.257468	Akaike info criterion		1.162845
Sum squared resid	22.20712	Schwarz criterion		1.230415
Log likelihood	-191.6837	Hannan-Quinn criter.		1.189769
Avg. log likelihood	-0.563776			
Left censored obs	137	Right censored obs		0
Uncensored obs	203	Total obs		340

Industri Non Manufaktur

Dependent Variable: DPR

Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)

Date: 02/26/14 Time: 09:40

Sample: 1 300

Included observations: 300

Left censoring (value) at zero

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.086188	0.065427	1.317327	0.1877
EAT	0.049447	0.012662	3.905170	0.0001
DTA	-0.083783	0.118469	-0.707213	0.4794
PER	-0.002139	0.000590	-3.627716	0.0003
PBV	0.028141	0.010662	2.639275	0.0083
Error Distribution				
SCALE:C(6)	0.365520	0.022051	16.57616	0.0000
Mean dependent var	0.190325	S.D. dependent var	0.247493	
S.E. of regression	0.235213	Akaike info criterion	1.105969	
Sum squared resid	16.32087	Schwarz criterion	1.180045	
Log likelihood	-159.8954	Hannan-Quinn criter.	1.135614	
Avg. log likelihood	-0.532985			
Left censored obs	135	Right censored obs	0	
Uncensored obs	165	Total obs	300	

Lampiran 3

Tahun	Emiten	DPR	EAT (milyar Rp)	DTA	PER	PBV	Div	Dummy	Byr
2008	AUTO	0.552	0.455	0.299	4.770	1.017	251,205	1	1
2009	AUTO	0.417	0.566	0.272	5.770	1.382	235,866	1	1
2010	AUTO	0.659	0.768	0.265	9.430	2.786	506,130	1	1
2011	AUTO	0.428	1.141	0.322	11.860	2.776	488,202	1	1
2008	AALI	0.801	1.973	0.181	11.860	2.993	1,581,274	1	1
2009	AALI	0.243	2.631	0.151	21.570	5.754	639,531	1	1
2010	AALI	0.646	1.661	0.152	20.460	5.721	1,072,843	1	1
2011	AALI	0.760	2.017	0.174	13.680	4.055	1,532,174	1	1
2008	ASGR	0.778	0.072	0.604	4.320	0.810	56,069	1	1
2009	ASGR	0.300	0.062	0.508	6.350	1.115	18,740	1	1
2010	ASGR	0.484	0.067	0.525	7.860	1.993	32,371	1	1
2011	ASGR	0.418	0.118	0.506	11.020	2.763	49,483	1	1
2008	ASII	0.001	6.519	0.497	4.650	0.129	3,973	1	1
2009	ASII	0.000	9.191	0.450	13.990	0.352	4,281	1	1
2010	ASII	0.001	10.040	0.480	15.370	0.448	6,394	1	1
2011	ASII	0.001	14.366	0.506	14.030	0.395	8,191	1	1
2008	BATA	1.843	34.578	0.320	1.690	0.010	63,712,160	1	1
2009	BATA	0.139	157.563	0.277	8.830	1.553	21,837,569	1	1
2010	BATA	0.531	52.981	0.315	14.410	2.651	28,141,161	1	1
2011	BATA	0.504	60.975	0.314	12.630	2.017	30,705,408	1	1
2008	BRNA	0.408	0.010	0.533	2.280	0.049	4,236	1	1
2009	BRNA	0.681	0.019	0.603	4.090	0.461	13,220	1	1
2010	BRNA	0.691	0.020	0.593	6.350	1.097	13,998	1	1
2011	BRNA	0.484	0.035	0.605	5.150	0.960	16,831	1	1
2008	CLPI	0.300	0.010	0.651	25.140	5.591	2,928	1	1
2009	CLPI	0.299	0.020	0.474	16.550	4.437	6,004	1	1
2010	CLPI	0.299	0.031	0.512	3.720	0.786	9,251	1	1
2011	CLPI	0.299	0.028	0.589	14.790	2.670	8,516	1	1
2008	EPMT	0.246	0.232	0.468	2.780	0.547	57,000	1	1
2009	EPMT	0.235	0.267	0.463	5.540	1.138	62,700	1	1
2010	EPMT	0.191	0.329	0.447	10.190	1.458	62,700	1	1
2011	EPMT	0.053	0.257	0.443	5.770	0.834	13,543	1	1
2008	FAST	0.196	0.103	0.385	11.040	0.641	20,081	1	1
2009	FAST	0.201	0.125	0.386	12.750	3.631	25,219	1	1
2010	FAST	0.204	0.182	0.351	20.570	5.121	37,039	1	1
2011	FAST	1.002	0.200	0.463	20.000	5.515	200,000	1	1
2008	GGRM	0.333	1.444	0.355	4.350	0.527	481,022	1	1
2009	GGRM	0.358	1.880	0.325	12.000	2.266	673,431	1	1
2010	GGRM	0.362	3.456	0.306	18.560	3.631	1,250,657	1	1

2011	GGRM	0.417	4.146	0.372	24.080	4.863	1,727,450	1	1
2008	IKBI	0.353	0.077	0.203	1.570	0.302	27,310	1	1
2009	IKBI	0.401	0.098	0.124	17.260	1.007	39,153	1	1
2010	IKBI	0.134	0.029	0.180	79.820	0.746	3,850	1	1
2011	IKBI	0.596	0.005	0.180	12.830	0.457	2,740	1	1
2008	INDF	0.394	0.980	0.668	7.890	0.961	386,140	1	1
2009	INDF	0.540	1.034	0.616	15.020	3.069	558,810	1	1
2010	INDF	0.470	2.076	0.474	14.500	2.550	976,054	1	1
2011	INDF	0.513	2.953	0.410	8.050	1.278	1,513,484	1	1
2008	INTA	0.000	0.010	0.711	4.410	0.062	0	1	0
2009	INTA	0.168	0.023	0.656	7.950	0.834	3,860	1	1
2010	INTA	0.190	0.037	0.733	12.740	2.569	7,126	1	1
2011	INTA	0.286	0.085	0.856	10.600	2.374	24,192	1	1
2008	INTP	0.150	0.980	0.245	9.700	1.992	147,212	1	1
2009	INTP	0.316	1.746	0.194	18.360	4.722	551,965	1	1
2010	INTP	0.301	2.747	0.146	18.210	4.490	827,946	1	1
2011	INTP	0.300	3.225	0.133	17.430	3.989	967,786	1	1
2008	KAEF	0.341	0.052	0.344	7.620	0.445	17,808	1	1
2009	KAEF	0.250	0.055	0.363	11.280	0.709	13,848	1	1
2010	KAEF	0.000	0.063	0.328	6.370	0.793	0	1	0
2011	KAEF	0.334	0.139	0.302	10.990	1.508	46,277	1	1
2008	KLBF	0.137	0.706	0.238	5.750	0.224	96,708	1	1
2009	KLBF	0.166	0.707	0.261	14.210	3.063	117,234	1	1
2010	KLBF	0.272	0.929	0.179	25.660	6.142	253,106	1	1
2011	KLBF	0.433	1.286	0.213	22.430	5.299	557,462	1	1
2008	LION	0.253	0.025	0.205	4.230	0.795	6,405	1	1
2009	LION	0.183	0.038	0.161	3.250	0.480	6,910	1	1
2010	LION	0.191	0.034	0.145	5.120	0.760	6,406	1	1
2011	LION	0.264	0.039	0.174	5.200	0.904	10,205	1	1
2008	LMSH	0.066	0.006	0.389	3.740	0.912	394	1	1
2009	LMSH	0.063	0.009	0.455	9.600	0.580	580	1	1
2010	LMSH	0.120	0.002	0.402	6.270	0.985	289	1	1
2011	LMSH	0.064	0.007	0.416	4.400	0.839	468	1	1
2008	LSIP	0.000	0.564	0.350	4.300	0.250	0	1	0
2009	LSIP	0.300	0.928	0.214	16.110	2.988	278,700	1	1
2010	LSIP	0.403	0.707	0.181	16.970	3.850	285,076	1	1
2011	LSIP	0.403	1.033	0.140	7.340	2.629	416,016	1	1
2008	LTLS	0.499	0.072	0.727	2.830	0.517	35,780	1	1
2009	LTLS	0.305	0.146	0.690	6.810	0.766	44,460	1	1
2010	LTLS	0.396	0.086	0.716	7.170	0.763	34,030	1	1
2011	LTLS	0.472	0.087	0.764	5.930	0.654	41,014	1	1
2008	MAIN	0.301	0.028	0.948	64.410	1.175	8,475	1	1
2009	MAIN	0.322	0.004	0.866	4.020	2.526	1,356	1	1

2010	MAIN	0.562	0.076	0.735	6.030	4.204	42,714	1	1
2011	MAIN	0.217	0.180	0.682	8.100	3.938	38,985	1	1
2008	MRAT	0.200	0.011	0.144	2.940	0.216	2,226	1	1
2009	MRAT	0.250	0.022	0.135	8.040	0.534	5,573	1	1
2010	MRAT	0.200	0.021	0.126	11.390	0.824	4,203	1	1
2011	MRAT	0.200	0.024	0.152	8.300	0.597	4,883	1	1
2008	MTDL	0.201	0.028	0.674	4.820	0.457	5,717	1	1
2009	MTDL	0.068	0.030	0.617	17.650	0.555	2,042	1	1
2010	MTDL	0.203	0.010	0.618	8.870	0.754	2,042	1	1
2011	MTDL	0.085	0.102	0.543	3.830	0.455	8,657	1	1
2008	SCCO	0.085	0.054	0.681	26.570	0.837	5963	1	1
2009	SCCO	0.085	0.011	0.637	14.580	0.718	6067	1	1
2010	SCCO	0.085	0.018	0.630	6.600	0.947	5978	1	1
2011	SCCO	0.085	0.061	0.643	5.850	1.237	17846	1	1
2008	SGRO	1.292	0.215	0.268	5.120	1.448	277830	1	1
2009	SGRO	0.387	0.440	0.210	18.110	2.890	170100	1	1
2010	SGRO	0.302	0.282	0.249	13.280	2.814	85050	1	1
2011	SGRO	0.452	0.452	0.267	10.230	2.250	204120	1	1
2008	SMGR	0.500	1.775	0.229	9.810	3.069	887711	1	1
2009	SMGR	0.636	2.524	0.203	13.460	4.391	1605792	1	1
2010	SMGR	0.550	3.326	0.220	15.430	4.669	1829577	1	1
2011	SMGR	0.405	3.633	0.257	17.150	4.647	1472582	1	1
2008	TCID	0.456	0.111	0.104	9.630	1.355	50669	1	1
2009	TCID	0.525	0.115	0.114	13.070	1.849	60285	1	1
2010	TCID	0.516	0.125	0.094	11.010	1.526	64301	1	1
2011	TCID	0.520	0.131	0.098	11.040	1.517	68309	1	1
2008	TKIM	0.000	0.095	0.726	2.710	0.138	0	1	0
2009	TKIM	0.041	0.566	0.724	8.050	0.392	23387	1	1
2010	TKIM	0.042	0.299	0.710	9.580	0.661	12632	1	1
2011	TKIM	0.050	0.418	0.711	6.110	1.538	20725	1	1
2008	DVLA	0.505	0.050	0.204	7.590	0.529	25200	1	1
2009	DVLA	0.356	0.071	0.292	11.860	1.544	25200	1	1
2010	DVLA	0.349	0.072	0.250	11.820	2.046	25200	1	1
2011	DVLA	0.303	0.111	0.216	10.650	1.769	33600	1	1
2008	TURI	0.404	0.190	0.714	4.270	0.256	76725	1	1
2009	TURI	1.366	0.245	0.435	7.820	2.427	334800	1	1
2010	TURI	0.162	0.310	0.422	12.030	2.667	50220	1	1
2011	TURI	0.249	0.269	0.423	10.360	2.281	66960	1	1
2008	UNTR	0.514	1.493	0.510	5.500	1.264	767412	1	1
2009	UNTR	0.438	2.661	0.428	13.510	3.725	1165300	1	1
2010	UNTR	0.427	3.818	0.456	20.440	4.907	1629228	1	1
2011	UNTR	0.438	3.873	0.408	16.760	3.574	1697214	1	1
2008	AISA	0.000	0.016	0.615	24.690	1.810	0	1	0

2009	AISA	0.000	0.029	0.682	15.930	1.400	0	1	0
2010	AISA	0.000	0.038	0.695	17.190	2.270	0	1	0
2011	AISA	0.000	0.075	0.490	9.660	0.790	0	1	0
2008	AKPI	0.000	0.023	0.523	4.240	0.390	0	1	0
2009	AKPI	0.399	0.068	0.476	4.310	0.530	27200	1	1
2010	AKPI	0.000	0.095	0.469	10.490	0.950	0	1	0
2011	AKPI	0.000	0.062	0.514	13.120	0.940	0	1	0
2008	ALKA	0.000	0.007	0.811	17.950	2.700	0	1	0
2009	ALKA	0.000	0.005	0.741	11.100	2.330	0	1	0
2010	ALKA	0.000	0.007	0.755	19.550	2.080	0	1	0
2011	ALKA	0.000	0.004	0.812	5.520	1.150	0	1	0
2008	ALMI	0.480	0.032	0.734	66.090	0.690	15214	1	1
2009	ALMI	0.000	0.005	0.688	6.930	0.390	0	1	0
2010	ALMI	0.000	0.026	0.664	5.920	0.510	0	1	0
2011	ALMI	0.490	0.044	0.712	8.650	0.540	21438	1	1
2008	BISI	0.000	0.150	0.413	13.700	5.800	0	1	0
2009	BISI	0.000	0.398	0.246	53.440	3.980	0	1	0
2010	BISI	0.000	0.076	0.109	39.100	4.840	0	1	0
2011	BISI	0.209	0.143	0.158	18.430	2.130	30000	1	1
2008	BTON	0.000	0.009	0.217	2.900	1.090	0	1	0
2009	BTON	0.000	0.021	0.074	5.270	0.770	0	1	0
2010	BTON	0.000	0.009	0.185	7.290	0.840	0	1	0
2011	BTON	0.000	0.008	0.224	3.160	0.650	0	1	0
2008	CEKA	0.000	0.025	0.592	7.470	0.890	0	1	0
2009	CEKA	0.000	0.028	0.470	8.960	1.470	0	1	0
2010	CEKA	0.000	0.049	0.637	11.070	1.060	0	1	0
2011	CEKA	0.000	0.030	0.508	2.930	0.700	0	1	0
2008	CPIN	0.004	0.185	0.742	5.630	1.080	754	1	1
2009	CPIN	0.000	0.254	0.448	4.580	2.520	78	1	1
2010	CPIN	0.402	1.613	0.312	13.670	6.780	648421	1	1
2011	CPIN	0.296	2.210	0.300	14.950	5.700	655063	1	1
2008	CTBN	0.073	0.220	0.511	11.540	2.460	16079	1	1
2009	CTBN	0.009	0.215	0.457	18.610	2.470	2000	1	1
2010	CTBN	0.000	0.133	0.587	12.130	1.990	0	1	0
2011	CTBN	0.000	0.165	0.410	5.200	2.580	0	1	0
2008	DNET	0.000	0.001	0.433	923.100	6.050	0	1	0
2009	DNET	0.000	0.000	0.138	341.260	4.310	0	1	0
2010	DNET	0.000	0.000	0.132	134.040	4.070	0	1	0
2011	DNET	0.000	0.000	0.250	84.830	4.590	0	1	0
2008	EKAD	0.262	0.004	0.432	17.600	1.370	1110	1	1
2009	EKAD	0.364	0.005	0.462	4.250	1.010	1677	1	1
2010	EKAD	0.102	0.016	0.388	5.820	1.340	1677	1	1
2011	EKAD	0.176	0.024	0.379	7.050	1.490	4306	1	1

2008	ETWA	0.000	0.007	0.403	0.150	0.380	0	1	0
2009	ETWA	0.000	0.617	0.506	19.060	0.750	0	1	0
2010	ETWA	0.000	0.010	0.432	5.850	0.740	0	1	0
2011	ETWA	0.000	0.038	0.394	5.710	1.110	0	1	0
2008	FASW	0.203	0.122	0.648	103.040	2.880	24779	1	1
2009	FASW	0.000	0.037	0.568	14.330	2.500	0	1	0
2010	FASW	0.206	0.277	0.597	25.170	3.930	56991	1	1
2011	FASW	0.499	0.283	0.635	81.920	6.020	141240	1	1
2008	GZCO	0.000	0.026	0.362	7.760	0.480	0	1	0
2009	GZCO	0.297	0.055	0.433	5.630	1.070	16250	1	1
2010	GZCO	0.294	0.204	0.413	13.370	1.840	60000	1	1
2011	GZCO	0.299	0.161	0.468	7.890	0.880	48000	1	1
2008	IMAS	0.000	0.001	0.914	39.350	3.160	0	1	0
2009	IMAS	0.000	0.023	0.872	7.290	1.960	0	1	0
2010	IMAS	0.000	0.118	0.799	16.880	5.930	0	1	0
2011	IMAS	0.072	0.449	0.606	16.600	3.480	32150	1	1
2008	INAF	0.000	0.011	0.693	30.800	0.520	0	1	0
2009	INAF	0.000	0.005	0.590	121.020	0.860	0	1	0
2010	INAF	0.000	0.002	0.576	19.760	0.800	0	1	0
2011	INAF	0.000	0.013	0.454	13.660	0.830	0	1	0
2008	INDR	0.000	0.022	0.600	4.030	0.120	0	1	0
2009	INDR	0.000	0.081	0.532	2.870	0.130	0	1	0
2010	INDR	0.000	0.107	0.490	4.780	0.430	0	1	0
2011	INDR	0.254	0.233	0.561	3.060	0.480	59059	1	1
2008	INDS	0.187	0.010	0.882	1.410	0.410	1852	1	1
2009	INDS	0.057	0.032	0.733	0.800	0.280	1819	1	1
2010	INDS	0.154	0.059	0.705	5.540	1.730	9063	1	1
2011	INDS	0.000	0.070	0.445	6.540	1.250	33	1	1
2008	JPFA	0.000	0.181	0.775	2.560	0.600	0	1	0
2009	JPFA	0.000	0.305	0.610	3.560	1.380	0	1	0
2010	JPFA	0.013	0.814	0.500	6.800	2.120	10359	1	1
2011	JPFA	0.693	1.091	0.542	12.190	2.090	756182	1	1
2008	JPRS	0.000	0.042	0.324	2.530	0.090	0	1	0
2009	JPRS	0.000	0.049	0.232	103.660	0.730	0	1	0
2010	JPRS	0.000	0.002	0.270	15.290	1.450	0	1	0
2011	JPRS	0.000	0.028	0.228	9.650	1.080	0	1	0
2008	KBLI	0.000	0.026	0.657	7.520	0.960	0	1	0
2009	KBLI	0.000	0.027	0.532	10.840	0.980	0	1	0
2010	KBLI	0.000	0.021	0.511	6.640	1.100	0	1	0
2011	KBLI	0.000	0.048	0.336	6.540	0.580	0	1	0
2008	KBLM	0.000	0.005	0.509	33.480	0.600	0	1	0
2009	KBLM	0.000	0.004	0.369	75.980	0.580	0	1	0
2010	KBLM	0.000	0.002	0.436	31.420	0.540	0	1	0

2011	KBLM	0.383	0.004	0.620	6.720	0.520	1504	1	1
2008	KDSI	0.000	0.015	0.530	6.940	0.170	0	1	0
2009	KDSI	0.000	0.006	0.567	5.970	0.260	0	1	0
2010	KDSI	0.000	0.011	0.542	5.630	0.370	0	1	0
2011	KDSI	0.000	0.017	0.525	4.200	0.360	0	1	0
2008	LMPI	0.000	0.012	0.298	27.450	0.180	0	1	0
2009	LMPI	0.000	0.003	0.262	36.190	0.540	0	1	0
2010	LMPI	0.000	0.006	0.340	97.460	0.680	0	1	0
2011	LMPI	0.000	0.003	0.406	38.110	0.510	0	1	0
2008	LPIN	0.000	0.018	0.548	4.240	0.240	0	1	0
2009	LPIN	0.000	0.005	0.327	2.290	0.250	0	1	0
2010	LPIN	0.000	0.010	0.292	4.700	0.620	0	1	0
2011	LPIN	0.000	0.014	0.249	4.130	0.400	0	1	0
2008	MASA	0.210	0.029	0.460	288.090	0.670	6119	1	1
2009	MASA	0.000	0.003	0.424	7.170	0.860	0	1	0
2010	MASA	0.035	0.175	0.464	11.470	1.240	6122	1	1
2011	MASA	0.035	0.176	0.627	21.440	1.730	6122	1	1
2008	MYOR	0.217	0.142	0.563	4.450	0.700	30663	1	1
2009	MYOR	0.195	0.196	0.500	9.270	2.180	38329	1	1
2010	MYOR	0.227	0.372	0.536	17.020	4.140	84658	1	1
2011	MYOR	0.206	0.484	0.633	22.580	4.510	99656	1	1
2008	NIPS	0.000	0.005	0.621	19.210	0.240	0	1	0
2009	NIPS	0.000	0.002	0.596	7.870	0.230	0	1	0
2010	NIPS	0.000	0.004	0.561	6.280	0.540	0	1	0
2011	NIPS	0.000	0.013	0.628	4.490	0.480	0	1	0
2008	PICO	0.000	0.009	0.744	18.820	1.620	0	1	0
2009	PICO	0.000	0.013	0.699	9.880	0.760	0	1	0
2010	PICO	0.000	0.013	0.692	8.950	0.620	0	1	0
2011	PICO	0.000	0.012	0.666	8.900	0.580	0	1	0
2008	PSDN	0.000	-0.009	0.529	15.240	1.550	0	1	0
2009	PSDN	0.000	0.009	0.511	4.880	1.260	0	1	0
2010	PSDN	0.000	0.032	0.535	8.920	0.830	0	1	0
2011	PSDN	0.000	0.013	0.510	18.710	2.160	0	1	0
2008	PYFA	0.000	0.002	0.298	11.590	0.390	0	1	0
2009	PYFA	0.000	0.002	0.269	15.600	0.810	0	1	0
2010	PYFA	0.000	0.004	0.232	16.180	0.880	0	1	0
2011	PYFA	0.000	0.004	0.302	18.210	1.140	0	1	0
2008	RMBA	0.208	0.243	0.612	14.640	2.020	50457	1	1
2009	RMBA	0.000	0.239	0.592	173.910	2.490	0	1	0
2010	RMBA	0.000	0.025	0.566	26.490	2.720	0	1	0
2011	RMBA	0.861	0.219	0.645	18.690	2.550	188240	1	1
2008	SIAP	0.000	0.000	0.372	18.030	0.940	0	1	0
2009	SIAP	0.000	0.004	0.364	13.260	0.560	0	1	0

2010	SIAP	0.000	0.003	0.343	12.820	0.660	0	1	0
2011	SIAP	0.000	0.004	0.373	18.040	0.570	0	1	0
2008	SIPD	0.000	0.021	0.254	17.180	0.450	0	1	0
2009	SIPD	0.000	0.027	0.282	12.620	0.400	0	1	0
2010	SIPD	0.000	0.037	0.400	10.900	0.540	0	1	0
2011	SIPD	0.151	0.061	0.519	21.620	0.400	9212	1	1
2008	SKLT	0.000	0.006	0.499	14.560	0.620	0	1	0
2009	SKLT	0.000	0.004	0.422	8.090	0.910	0	1	0
2010	SKLT	0.000	0.013	0.407	20.010	0.820	0	1	0
2011	SKLT	0.000	0.005	0.426	16.180	0.790	0	1	0
2008	SMCB	0.000	0.169	0.669	17.110	1.720	0	1	0
2009	SMCB	0.000	0.282	0.544	13.260	3.580	0	1	0
2010	SMCB	0.000	0.896	0.346	20.810	2.530	0	1	0
2011	SMCB	0.000	0.828	0.313	15.800	2.210	353730	1	1
2008	SQBI	0.746	0.052	0.272	5.650	2.480	38912	1	1
2009	SQBI	0.869	0.094	0.174	1.010	0.500	81920	1	1
2010	SQBI	0.663	0.131	0.159	1.450	0.500	87040	1	1
2011	SQBI	0.934	0.093	0.164	1.030	0.410	86528	1	1
2008	SRSN	0.000	0.026	0.509	87.690	3.090	0	1	0
2009	SRSN	0.000	0.007	0.472	15.890	1.850	0	1	0
2010	SRSN	0.000	0.025	0.373	36.740	1.580	0	1	0
2011	SRSN	0.000	0.010	0.302	13.550	1.290	0	1	0
2008	STTP	0.000	0.016	0.420	40.800	0.540	0	1	0
2009	STTP	0.000	0.005	0.263	7.970	0.810	0	1	0
2010	STTP	0.000	0.041	0.311	11.830	1.130	0	1	0
2011	STTP	0.000	0.043	0.476	21.180	1.840	0	1	0
2008	TOTO	0.307	0.056	0.648	6.260	1.090	17319	1	1
2009	TOTO	0.273	0.063	0.477	2.300	0.800	17304	1	1
2010	TOTO	0.325	0.183	0.422	9.970	3.060	59384	1	1
2011	TOTO	0.381	0.194	0.432	11.320	3.260	73774	1	1
2008	TRST	0.787	0.018	0.519	7.980	0.450	13974	1	1
2009	TRST	0.482	0.058	0.404	4.290	0.540	27946	1	1
2010	TRST	0.301	0.144	0.390	5.550	0.610	43348	1	1
2011	TRST	0.452	0.137	0.378	7.600	0.830	61847	1	1
2008	ULTJ	0.000	0.030	0.347	7.610	2.040	0	1	0
2009	ULTJ	0.000	0.304	0.311	27.390	1.410	0	1	0
2010	ULTJ	0.060	0.061	0.352	32.630	2.690	3684	1	1
2011	ULTJ	0.014	0.107	0.356	30.790	2.220	1487	1	1
2008	UNIC	0.045	0.033	0.555	26.330	0.790	1497	1	1
2009	UNIC	0.036	0.040	0.444	23.410	0.750	1452	1	1
2010	UNIC	0.051	0.039	0.455	20.770	0.580	2014	1	1
2011	UNIC	0.048	0.034	0.491	1.940	0.590	1624	1	1
2008	UNIT	0.000	0.003	0.188	4.600	0.080	0	1	0

2009	UNIT	0.000	0.002	0.239	4.450	0.070	0	1	0
2010	UNIT	0.000	0.002	0.233	7.780	0.080	0	1	0
2011	UNIT	0.000	0.001	0.212	9.700	0.090	0	1	0
2008	UNSP	0.311	0.207	0.474	5.670	0.400	64282	1	1
2009	UNSP	0.196	0.174	0.473	8.690	0.820	33983	1	1
2010	UNSP	0.199	0.253	0.538	6.560	0.640	50259	1	1
2011	UNSP	0.075	0.806	0.516	5.840	0.430	60200	1	1
2008	VOKS	0.000	0.054	0.729	47.600	0.790	0	1	0
2009	VOKS	0.000	0.005	0.696	6.360	0.910	0	1	0
2010	VOKS	0.000	0.054	0.657	37.150	0.970	0	1	0
2011	VOKS	0.000	0.010	0.684	6.160	1.370	0	1	0
2008	YPAS	0.000	0.013	0.344	7.330	1.160	0	1	0
2009	YPAS	0.715	0.019	0.353	20.180	3.020	13360	1	1
2010	YPAS	0.721	0.019	0.345	21.440	3.450	13360	1	1
2011	YPAS	0.000	0.021	0.337	27.330	3.070	0	1	0
2008	ADES	0.000	-0.155	0.719	-8.730	2.560	0	1	0
2009	ADES	0.000	-0.015	0.617	23.130	5.530	0	1	0
2010	ADES	0.000	0.016	0.692	30.190	9.570	0	1	0
2011	ADES	0.000	0.032	0.602	23.030	4.740	0	1	0
2008	ADMG	0.000	0.058	0.738	-1.030	0.270	0	1	0
2009	ADMG	0.000	-0.263	0.707	9.680	0.480	0	1	0
2010	ADMG	0.000	0.054	0.668	22.250	0.670	0	1	0
2011	ADMG	0.000	0.038	0.510	7.670	0.880	0	1	0
2008	ANTM	0.401	5.119	0.208	7.600	1.289	2052984	0	1
2009	ANTM	0.400	1.368	0.176	34.730	2.575	547256	0	1
2010	ANTM	0.400	0.604	0.220	13.880	2.439	241723	0	1
2011	ANTM	0.400	1.683	0.291	8.030	1.434	673360	0	1
2008	ASRI	0.000	0.020	0.423	14.560	0.488	0	0	0
2009	ASRI	0.038	0.059	0.456	19.950	0.973	2213	0	1
2010	ASRI	0.102	0.094	0.517	18.140	2.386	9602	0	1
2011	ASRI	0.248	0.290	0.536	13.630	2.949	71996	0	1
2008	ACES	0.100	0.060	0.143	9.850	0.190	5985	0	1
2009	ACES	0.095	0.131	0.106	16.770	2.984	12432	0	1
2010	ACES	0.102	0.154	0.123	28.450	4.911	15722	0	1
2011	ACES	0.498	0.178	0.151	25.160	5.708	88605	0	1
2008	ADHI	0.253	0.112	0.883	7.300	0.832	28217	0	1
2009	ADHI	0.258	0.081	0.868	4.460	1.010	20982	0	1
2010	ADHI	0.300	0.166	0.824	8.650	1.904	49659	0	1
2011	ADHI	0.300	0.189	0.838	5.720	1.055	56845	0	1
2008	BUMI	0.119	7.432	0.597	4.340	1.023	883306	0	1
2009	BUMI	0.128	7.067	0.785	26.190	3.391	907799	0	1
2010	BUMI	0.296	1.797	0.748	22.490	4.327	532268	0	1
2011	BUMI	0.321	2.794	0.840	23.160	4.235	896234	0	1

2008	EKAD	0.262	0.004	0.432	17.600	1.370	1110	1	1
2009	EKAD	0.364	0.005	0.462	4.250	1.010	1677	1	1
2010	EKAD	0.102	0.016	0.388	5.820	1.340	1677	1	1
2011	EKAD	0.176	0.024	0.379	7.050	1.490	4306	1	1
2008	FORU	0.192	0.007	0.519	2.550	0.252	1396	0	1
2009	FORU	0.204	0.009	0.577	6.360	0.431	1861	0	1
2010	FORU	0.283	0.007	0.619	5.400	0.496	1861	0	1
2011	FORU	0.193	0.010	0.563	5.210	0.580	1861	0	1
2008	GMTD	0.207	0.008	0.677	1.860	0.161	1625	0	1
2009	GMTD	0.203	0.008	0.658	1.110	0.143	1625	0	1
2010	GMTD	0.254	0.013	0.643	0.610	0.131	3422	0	1
2011	GMTD	0.131	0.028	0.644	1.370	0.386	3610	0	1
2008	INDY	0.472	0.265	0.401	5.230	1.089	125000	0	1
2009	INDY	0.403	1.085	0.543	15.970	2.173	437400	0	1
2010	INDY	0.844	0.726	0.524	31.840	4.524	612776	0	1
2011	INDY	0.175	0.773	0.577	9.460	1.466	135385	0	1
2008	JKON	0.298	0.084	0.571	23.010	0.794	24952	0	1
2009	JKON	0.302	0.102	0.562	17.010	3.228	30823	0	1
2010	JKON	0.326	0.126	0.611	20.360	3.161	41097	0	1
2011	JKON	0.331	0.115	0.614	29.980	4.781	38162	0	1
2008	JRPT	0.350	0.110	0.417	9.300	1.114	38493	0	1
2009	JRPT	0.310	0.148	0.453	11.480	1.628	45784	0	1
2010	JRPT	0.330	0.192	0.507	13.490	2.346	63350	0	1
2011	JRPT	0.330	0.264	0.535	17.450	3.184	87113	0	1
2008	JSMR	0.380	0.278	0.530	8.740	0.942	105633	0	1
2009	JSMR	0.539	0.708	0.521	12.400	1.713	381458	0	1
2010	JSMR	0.662	0.993	0.559	19.510	3.009	656836	0	1
2011	JSMR	0.630	1.193	0.569	21.610	3.091	751903	0	1
2008	JTPE	0.000	0.004	0.432	11.770	1.454	0	0	0
2009	JTPE	0.206	0.008	0.449	7.110	2.023	1654	0	1
2010	JTPE	0.394	0.025	0.349	5.430	2.639	10000	0	1
2011	JTPE	0.635	0.076	0.406	6.660	0.573	47964	0	1
2008	KKGI	0.000	0.024	0.450	10.810	0.884	0	0	0
2009	KKGI	0.118	0.040	0.447	17.190	3.647	4788	0	1
2010	KKGI	0.299	0.032	0.418	22.290	12.058	9576	0	1
2011	KKGI	0.577	0.166	0.328	14.330	9.815	95759	0	1
2008	MICE	0.400	0.030	0.134	4.260	0.489	12000	0	1
2009	MICE	0.498	0.024	0.135	5.240	0.701	11933	0	1
2010	MICE	0.393	0.030	0.232	8.630	0.943	11933	0	1
2011	MICE	0.509	0.028	0.292	6.020	0.715	14320	0	1
2008	PJAA	0.400	0.141	0.336	4.300	0.643	56320	0	1
2009	PJAA	0.452	0.132	0.367	5.940	0.844	59760	0	1
2010	PJAA	0.466	0.137	0.313	9.480	1.286	64000	0	1

2011	PJAA	0.451	0.142	0.321	9.880	1.357	64000	0	1
2008	PNSE	0.475	0.012	0.591	4.760	1.168	5813	0	1
2009	PNSE	0.316	0.020	0.505	3.760	1.049	6459	0	1
2010	PNSE	0.360	0.032	0.464	7.060	1.566	11538	0	1
2011	PNSE	0.475	0.030	0.408	6.960	1.500	14220	0	1
2008	RUIS	0.257	0.036	0.674	10.750	1.605	9240	0	1
2009	RUIS	0.307	0.030	0.625	7.570	0.668	9240	0	1
2010	RUIS	0.496	0.019	0.640	12.010	0.720	9240	0	1
2011	RUIS	0.480	0.013	0.785	42.260	0.800	6160	0	1
2008	SMRA	0.219	0.160	0.566	11.350	0.681	35059	0	1
2009	SMRA	0.208	0.094	0.613	23.080	2.248	19579	0	1
2010	SMRA	0.327	0.167	0.649	32.090	3.501	54726	0	1
2011	SMRA	0.294	0.233	0.694	21.930	3.441	68612	0	1
2008	TGKA	0.550	0.047	0.744	2.200	0.642	25972	0	1
2009	TGKA	0.402	0.111	0.728	6.300	0.797	44474	0	1
2010	TGKA	0.722	0.050	0.732	6.090	1.363	35821	0	1
2011	TGKA	0.457	0.103	0.741	9.310	1.930	46843	0	1
2008	TLKM	0.625	12.857	0.518	14.050	0.811	8033511	0	1
2009	TLKM	0.599	10.619	0.488	16.810	4.886	6364898	0	1
2010	TLKM	0.478	11.332	0.434	13.890	3.608	5418000	0	1
2011	TLKM	0.526	11.537	0.408	9.180	2.331	6069000	0	1
2008	WIKA	0.310	0.129	0.746	8.240	0.929	39989	0	1
2009	WIKA	0.292	0.156	0.713	10.040	1.240	45524	0	1
2010	WIKA	0.404	0.189	0.695	14.260	2.265	76435	0	1
2011	WIKA	0.419	0.285	0.733	9.150	1.657	119428	0	1
2008	ITMG	0.153	0.525	0.377	4.610	1.775	80300	0	1
2009	ITMG	0.063	2.572	0.343	11.350	4.837	161038	0	1
2010	ITMG	0.090	3.165	0.338	31.290	8.858	284728	0	1
2011	ITMG	0.124	1.833	0.315	8.740	4.456	227639	0	1
2008	ABBA	0.000	0.003	0.288	96.750	1.310	0	0	0
2009	ABBA	0.000	0.002	0.289	166.520	0.550	0	0	0
2010	ABBA	0.000	0.001	0.678	314.310	6.960	0	0	0
2011	ABBA	0.000	0.002	0.691	115.980	2.490	0	0	0
2008	ADRO	0.000	0.089	0.584	17.490	1.110	0	0	0
2009	ADRO	0.858	0.887	0.588	12.670	3.170	761266	0	1
2010	ADRO	0.197	4.367	0.541	36.950	4.390	858823	0	1
2011	ADRO	0.621	2.207	0.568	11.160	2.560	1371177	0	1
2008	AIMS	0.000	0.001	0.752	11.270	0.750	0	0	0
2009	AIMS	0.000	0.001	0.886	19.330	0.610	0	0	0
2010	AIMS	0.000	0.001	0.855	32.320	0.700	0	0	0
2011	AIMS	0.000	0.000	0.866	49.450	1.290	0	0	0
2008	BAPA	0.000	0.001	0.544	211.030	1.630	0	0	0
2009	BAPA	0.000	0.000	0.503	4.850	0.650	0	0	0

2010	BAPA	0.000	0.009	0.451	12.810	2.170	0	0	0
2011	BAPA	0.000	0.013	0.454	16.300	1.190	0	0	0
2008	BAYU	0.000	0.005	0.572	3.890	0.260	0	0	0
2009	BAYU	0.000	0.006	0.563	128.630	0.590	0	0	0
2010	BAYU	0.000	0.000	0.554	12.780	0.980	0	0	0
2011	BAYU	0.000	0.007	0.544	4.630	0.770	0	0	0
2008	BSDE	0.000	0.107	0.526	4.650	0.500	0	0	0
2009	BSDE	0.196	0.223	0.490	31.170	4.110	43742	0	1
2010	BSDE	0.213	0.309	0.366	39.930	2.570	65614	0	1
2011	BSDE	0.266	0.394	0.354	16.940	2.080	104982	0	1
2008	BYAN	0.475	0.253	0.702	151.300	1.570	120000	0	1
2009	BYAN	0.000	0.021	0.655	138.190	7.800	0	0	0
2010	BYAN	0.000	0.136	0.637	80.990	20.410	0	0	0
2011	BYAN	0.360	0.741	0.553	28.740	9.330	266666	0	1
2008	CITA	0.000	0.065	0.428	4.650	2.150	0	0	0
2009	CITA	0.000	0.157	0.365	20.400	2.210	0	0	0
2010	CITA	1.695	0.041	0.438	10.720	1.680	70010	0	1
2011	CITA	0.301	0.100	0.448	4.060	1.040	30000	0	1
2008	CMNP	0.000	0.121	0.472	25.950	1.330	0	0	0
2009	CMNP	0.248	0.072	0.451	26.630	1.240	18000	0	1
2010	CMNP	0.289	0.069	0.370	9.120	1.540	20000	0	1
2011	CMNP	0.050	0.298	0.324	9.520	1.560	14913	0	1
2008	CNKO	0.000	0.001	0.156	129.380	0.330	0	0	0
2009	CNKO	0.000	0.002	0.253	92.580	0.390	0	0	0
2010	CNKO	0.000	0.003	0.401	9.250	0.900	0	0	0
2011	CNKO	0.000	0.071	0.511	5.710	0.620	0	0	0
2008	COWL	0.204	0.007	0.427	46.740	2.600	1500	0	1
2009	COWL	0.204	0.007	0.368	19.290	2.010	1350	0	1
2010	COWL	0.150	0.014	0.511	10.970	0.710	2052	0	1
2011	COWL	0.000	0.008	0.575	5.330	1.080	0	0	0
2008	CSAP	0.000	0.033	0.614	8.700	1.120	0	0	0
2009	CSAP	0.241	0.056	0.652	25.730	0.660	13545	0	1
2010	CSAP	0.076	0.011	0.693	9.380	0.660	860	0	1
2011	CSAP	0.175	0.033	0.704	8.530	1.120	5790	0	1
2008	CTRA	0.000	0.168	0.186	5.970	0.300	0	0	0
2009	CTRA	0.000	0.202	0.186	26.980	0.790	0	0	0
2010	CTRA	0.099	0.136	0.227	20.580	1.080	13462	0	1
2011	CTRA	0.495	0.258	0.336	16.580	1.070	127674	0	1
2008	CTRP	0.000	0.080	0.072	4.230	0.250	0	0	0
2009	CTRP	0.000	0.188	0.059	20.310	0.450	0	0	0
2010	CTRP	0.332	0.074	0.068	17.420	0.780	24600	0	1
2011	CTRP	0.740	0.155	0.164	17.880	0.840	114976	0	1
2008	CTRS	0.029	0.172	0.287	2.170	0.220	4900	0	1

2009	CTRS	0.000	0.144	0.295	17.670	0.690	0	0	0
2010	CTRS	0.070	0.057	0.354	15.660	0.880	4000	0	1
2011	CTRS	0.341	0.087	0.448	8.640	0.880	29725	0	1
2008	CTTH	0.000	-0.012	0.776	17.530	1.350	0	0	0
2009	CTTH	0.000	0.004	0.672	5.010	1.340	0	0	0
2010	CTTH	0.000	0.017	0.624	6.930	1.180	0	0	0
2011	CTTH	0.000	0.013	0.652	95.360	1.150	0	0	0
2008	DART	0.000	0.100	0.770	8.510	1.340	0	0	0
2009	DART	0.000	0.101	0.793	18.480	0.840	0	0	0
2010	DART	0.000	0.030	0.712	19.780	0.720	0	0	0
2011	DART	0.000	0.027	0.453	20.380	0.550	0	0	0
2008	DGIK	0.200	0.076	0.372	4.550	0.320	15238	0	1
2009	DGIK	0.200	0.061	0.386	7.220	0.530	12148	0	1
2010	DGIK	0.207	0.067	0.504	11.470	0.830	13804	0	1
2011	DGIK	0.215	0.071	0.354	30.810	0.510	15185	0	1
2008	DILD	0.232	0.020	0.458	87.810	1.100	4747	0	1
2009	DILD	0.040	0.014	0.445	77.710	1.720	570	0	1
2010	DILD	0.484	0.026	0.212	12.570	1.230	12384	0	1
2011	DILD	0.000	0.350	0.333	8.960	0.700	0	0	0
2008	DUTI	0.000	0.059	0.407	46.150	0.820	0	0	0
2009	DUTI	0.000	0.040	0.345	5.930	0.510	0	0	0
2010	DUTI	0.000	0.212	0.321	14.550	1.410	0	0	0
2011	DUTI	0.000	0.267	0.313	7.880	0.930	0	0	0
2008	ELSA	0.170	0.100	0.508	6.380	0.530	16958	0	1
2009	ELSA	0.404	0.134	0.543	5.560	1.360	54085	0	1
2010	ELSA	0.386	0.466	0.470	37.120	1.220	180192	0	1
2011	ELSA	0.313	0.064	0.566	2.620	0.880	19988	0	1
2008	ELTY	0.000	0.134	0.376	5.270	0.320	0	0	0
2009	ELTY	0.000	0.272	0.500	29.060	0.830	0	0	0
2010	ELTY	0.146	0.132	0.386	35.070	0.780	19280	0	1
2011	ELTY	0.000	0.179	0.384	324.590	0.440	0	0	0
2008	FISH	0.000	0.025	0.709	14.950	3.110	0	0	0
2009	FISH	0.096	0.025	0.730	13.850	3.000	2400	0	1
2010	FISH	0.096	0.033	0.816	7.860	2.150	3120	0	1
2011	FISH	0.086	0.056	0.884	27.050	4.110	4800	0	1
2008	GPRA	0.000	0.035	0.616	95.910	2.060	0	0	0
2009	GPRA	0.000	0.011	0.565	14.350	0.800	0	0	0
2010	GPRA	0.103	0.031	0.486	12.220	0.720	3208	0	1
2011	GPRA	0.071	0.035	0.473	11.160	0.770	2495	0	1
2008	HERO	0.000	0.070	0.645	13.630	1.750	0	0	0
2009	HERO	0.000	0.097	0.673	7.670	1.420	0	0	0
2010	HERO	0.000	0.172	0.632	6.380	1.230	0	0	0
2011	HERO	0.000	0.222	0.618	13.240	2.550	0	0	0

2008	INCO	0.223	11.049	0.175	4.880	1.150	2465174	0	1
2009	INCO	0.255	3.935	0.224	22.560	2.430	1004860	0	1
2010	INCO	1.895	1.608	0.233	12.340	3.210	3046151	0	1
2011	INCO	0.561	3.927	0.269	10.510	1.980	2204264	0	1
2008	INPP	0.000	0.000	0.026	117.430	1.820	0	0	0
2009	INPP	0.000	0.002	0.036	25.070	1.630	0	0	0
2010	INPP	0.000	0.008	0.255	18.050	0.880	0	0	0
2011	INPP	0.000	0.024	0.438	316.010	1.040	0	0	0
2008	ISAT	0.462	2.042	0.658	16.630	1.790	942797	0	1
2009	ISAT	0.054	1.879	0.668	17.140	1.430	100909	0	1
2010	ISAT	0.514	1.498	0.655	45.340	1.640	770558	0	1
2011	ISAT	0.546	0.647	0.639	32.910	1.630	353283	0	1
2008	KARK	0.000	0.003	0.644	19.520	0.240	0	0	0
2009	KARK	0.000	0.004	0.314	19.550	0.520	0	0	0
2010	KARK	0.000	0.010	0.450	11.980	0.420	0	0	0
2011	KARK	0.199	0.081	0.167	16.160	0.400	16039	0	1
2008	LAMI	0.000	0.003	0.713	10.500	0.560	0	0	0
2009	LAMI	0.000	0.009	0.672	8.660	0.580	0	0	0
2010	LAMI	0.000	0.013	0.621	11.690	1.080	0	0	0
2011	LAMI	0.000	0.019	0.521	4.710	0.910	0	0	0
2008	LPCK	0.000	0.011	0.663	10.070	0.300	0	0	0
2009	LPCK	0.000	0.014	0.679	6.100	0.310	0	0	0
2010	LPCK	0.000	0.026	0.662	4.210	0.490	0	0	0
2011	LPCK	0.000	0.065	0.598	4.830	1.520	0	0	0
2008	LPKR	0.000	0.353	0.588	37.320	3.080	0	0	0
2009	LPKR	0.000	0.371	0.564	22.740	1.810	0	0	0
2010	LPKR	0.128	0.388	0.494	27.990	1.910	49830	0	1
2011	LPKR	0.190	0.525	0.485	26.260	1.620	99926	0	1
2008	MAMI	0.000	-0.049	0.048	25.520	0.150	0	0	0
2009	MAMI	0.000	0.003	0.060	29.620	0.150	0	0	0
2010	MAMI	0.000	0.003	0.109	105.520	0.200	0	0	0
2011	MAMI	0.000	0.001	0.123	73.740	0.200	0	0	0
2008	MDLN	0.000	0.030	0.436	64.160	0.150	0	0	0
2009	MDLN	0.000	0.002	0.411	162.220	0.370	0	0	0
2010	MDLN	0.000	0.002	0.452	19.400	0.670	0	0	0
2011	MDLN	0.000	0.039	0.508	7.970	0.620	0	0	0
2008	MEDC	0.000	0.062	0.624	2.020	0.770	0	0	0
2009	MEDC	0.153	3.068	0.643	45.000	1.220	469019	0	1
2010	MEDC	0.519	0.181	0.642	15.080	1.590	94238	0	1
2011	MEDC	0.325	0.746	0.669	1.830	1.040	242593	0	1
2008	MPPA	0.288	0.180	0.675	282.800	0.940	51903	0	1
2009	MPPA	0.238	0.010	0.663	13.850	1.200	2500	0	1
2010	MPPA	0.675	0.300	0.370	1.430	1.160	202594	0	1

2011	MPPA	0.447	5.801	0.449	42.650	0.900	2591420	0	1
2008	PDES	0.000	0.007	0.382	11.930	0.690	0	0	0
2009	PDES	0.000	0.006	0.357	22.300	0.830	0	0	0
2010	PDES	0.000	0.004	0.423	30.380	1.190	0	0	0
2011	PDES	0.000	0.004	0.479	8.550	0.530	0	0	0
2008	PGLI	0.000	0.001	0.178	74.290	1.560	0	0	0
2009	PGLI	0.000	0.001	0.143	155.100	1.350	0	0	0
2010	PGLI	0.000	0.000	0.126	209.110	0.800	0	0	0
2011	PGLI	0.000	0.000	0.155	71.830	0.660	0	0	0
2008	PTBA	0.523	0.726	0.332	9.310	3.980	380104	0	1
2009	PTBA	0.590	1.708	0.284	14.570	6.970	1007494	0	1
2010	PTBA	0.453	2.728	0.262	26.320	8.310	1235841	0	1
2011	PTBA	0.638	2.009	0.290	12.950	4.900	1281752	0	1
2008	PTRO	0.000	0.067	0.604	19.060	0.480	0	0	0
2009	PTRO	0.000	0.019	0.589	69.600	1.380	0	0	0
2010	PTRO	0.103	0.015	0.458	6.910	2.420	1538	0	1
2011	PTRO	0.466	0.379	0.578	7.010	2.320	176840	0	1
2008	PTSP	0.000	0.000	0.899	20.600	18.360	0	0	0
2009	PTSP	0.000	0.004	0.765	5.650	3.620	0	0	0
2010	PTSP	0.000	0.011	0.622	4.340	1.880	0	0	0
2011	PTSP	0.000	0.016	0.474	5.090	2.170	0	0	0
2008	PUDP	0.288	0.007	0.147	5.650	0.110	1960	0	1
2009	PUDP	0.000	0.004	0.202	10.550	0.320	0	0	0
2010	PUDP	0.086	0.007	0.222	9.120	0.420	560	0	1
2011	PUDP	0.127	0.010	0.294	6.190	0.540	1284	0	1
2008	RAJA	0.000	0.000	0.016	674.130	0.910	0	0	0
2009	RAJA	0.000	0.000	0.004	708.980	1.700	0	0	0
2010	RAJA	0.000	0.000	0.811	616.940	7.380	0	0	0
2011	RAJA	0.000	0.001	0.791	17.380	2.310	0	0	0
2008	RALS	0.597	0.367	0.225	8.220	1.520	218984	0	1
2009	RALS	0.510	0.430	0.230	13.080	1.770	218984	0	1
2010	RALS	0.528	0.335	0.231	17.000	2.250	176600	0	1
2011	RALS	0.600	0.355	0.244	13.530	1.800	212880	0	1
2008	RBMS	0.000	0.001	0.094	32.830	0.300	0	0	0
2009	RBMS	0.000	0.001	0.045	209.110	0.220	0	0	0
2010	RBMS	0.000	0.000	0.066	56.470	0.240	0	0	0
2011	RBMS	0.000	0.000	0.077	1.760	0.220	0	0	0
2008	RDTX	0.000	0.035	0.258	6.120	0.810	0	0	0
2009	RDTX	0.000	0.057	0.180	3.670	0.710	0	0	0
2010	RDTX	0.000	0.103	0.162	3.300	0.790	0	0	0
2011	RDTX	0.000	0.171	0.235	6.370	0.880	0	0	0
2008	SDPC	0.000	0.010	0.742	6.880	0.820	0	0	0
2009	SDPC	0.000	0.010	0.667	8.500	0.910	0	0	0

2010	SDPC	0.000	0.010	0.672	35.740	0.000	0	0	0
2011	SDPC	0.000	0.002	0.707	12.190	0.510	0	0	0
2008	SHID	0.000	0.005	0.571	10.610	0.580	0	0	0
2009	SHID	0.000	0.016	0.587	48.850	1.530	0	0	0
2010	SHID	0.000	0.009	0.496	65.440	0.000	0	0	0
2011	SHID	0.000	0.018	0.265	45.330	0.500	0	0	0
2008	SONA	0.000	0.016	0.728	24.640	3.400	0	0	0
2009	SONA	0.000	0.022	0.628	19.860	2.830	0	0	0
2010	SONA	0.000	0.027	0.596	8.210	0.000	0	0	0
2011	SONA	0.467	0.065	0.357	10.030	1.670	30139	0	1
2008	TINS	0.500	1.785	0.340	4.050	1.420	892220	0	1
2009	TINS	0.500	1.342	0.294	32.080	2.930	670531	0	1
2010	TINS	0.000	0.314	0.285	14.600	3.290	0	0	0
2011	TINS	0.000	0.948	0.300	9.370	1.830	0	0	0
2008	TIRA	0.000	0.003	0.650	70.700	1.230	0	0	0
2009	TIRA	0.000	0.001	0.589	46.450	1.300	0	0	0
2010	TIRA	0.000	0.002	0.560	25.920	0.000	0	0	0
2011	TIRA	0.000	0.004	0.542	13.710	1.000	0	0	0
2008	TMPO	0.000	0.003	0.480	20.330	0.930	0	0	0
2009	TMPO	0.000	0.003	0.482	38.150	0.770	0	0	0
2010	TMPO	0.000	0.001	0.503	11.510	0.000	0	0	0
2011	TMPO	0.000	0.005	0.506	7.330	0.870	0	0	0
2008	WEHA	0.344	0.004	0.474	11.870	0.820	1416	0	1
2009	WEHA	0.200	0.005	0.526	10.230	0.720	938	0	1
2010	WEHA	0.200	0.005	0.677	299.090	1.180	1005	0	1
2011	WEHA	0.000	0.000	0.700	16.290	0.920	0	0	0
2008	BRNA	0.408	0.010	0.533	2.280	0.049	4,236	1	1
2009	BRNA	0.681	0.019	0.603	4.090	0.461	13,220	1	1
2010	BRNA	0.691	0.020	0.593	6.350	1.097	13,998	1	1
2011	BRNA	0.484	0.035	0.605	5.150	0.960	16,831	1	1
2008	DLTA	0.624	0.047	0.250	3.820	0.616	29552	1	1
2009	DLTA	0.670	0.084	0.211	7.850	1.682	56082	1	1
2010	DLTA	1.202	0.127	0.163	13.770	3.326	152096	1	1
2011	DLTA	1.232	0.140	0.177	5.880	3.116	171895	1	1
2008	SMAR	0.015	0.989	0.539	4.670	1.058	14356	1	1
2009	SMAR	0.494	1.046	0.530	9.790	1.527	516798	1	1
2010	SMAR	0.288	0.748	0.532	11.390	2.463	215351	1	1
2011	SMAR	0.342	1.261	0.502	9.800	9.758	430707	1	1
2008	TSPC	0.970	0.278	0.221	5.610	0.805	270000	1	1
2009	TSPC	0.562	0.321	0.251	9.130	1.364	180306	1	1
2010	TSPC	0.813	0.360	0.263	15.740	2.955	292500	1	1
2011	TSPC	0.350	0.489	0.283	19.610	3.767	171070	1	1