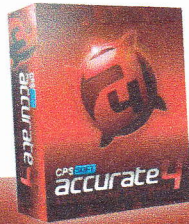
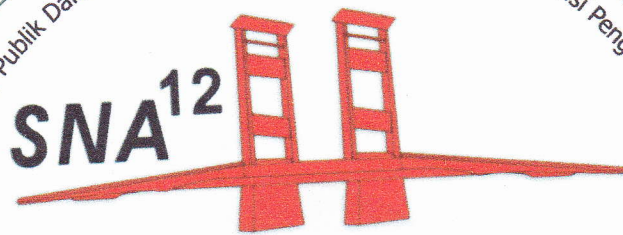


Peranan Akuntansi Sektor Publik Dalam Meningkatkan Akuntabilitas dan Transparansi Pengelolaan Keuangan Daerah



www.sna12palembang.com

Software Akuntansi, yach ACCURATE

www.cpssoft.com

ANALISIS KEBIJAKAN DIVIDEN: SUATU PENGUJIAN *DIVIDEND SIGNALING THEORY* DAN *RENT EXTRACTION HYPOTHESIS*

Pratana Puspa Midiastuty, SE. M.Si. Ak

Eddy Suranta, SE. M.Si. Ak

DR. Rini Indriani, SE., M.Si., Ak

Elizabeth, SE

(Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu)

ABSTRACT

The research examines the policy of dividend by using dividend signaling theory and rent extraction hypothesis. The policy can be seen from the change of dividend published by company. The first hypothesis is tested by event study, the second hypothesis is tested by the paired samples t test, and the third hypothesis is tested by independent samples t test. The analysis implemented to 121 non financial companies that listed in Indonesia stock exchange at 2002-2006.

The result of this research shows that when the company publishes the increasing of dividend it makes the market act positively and when the company publishes decreasing of dividend at makes the market negatively. This act positively and negatively can be seen from average abnormal return that positive significant and negative significant on the dividend announcement date. The result also shows there is difference between the profitabilitas of company now with profitabilitas of company in the future that published the increasing (decreasing) of dividend. The result can be seen from average $ROE_{t+1} >$ average ROE_t on the increasing of dividend, and average $ROE_{t+1} <$ average ROE_t on the decreasing of dividend with significant 5%. The result supports dividend signaling theory.

But when the market interprets increasing (decreasing) of dividend on the companies have majority stockholders (controlling shareholder) and minority stockholder as the signal of controlling shareholder whether they willing and unwilling to do expropriation toward the minority stockholder. The result of this research shows there is not difference of market reaction that be grown by the companies have controlling shareholder and by the companies have not controlling shareholder on the increasing (decreasing) of dividend. The result does not support rent entraction hypothesis.

Keywords : Dividend signaling theory, rent extraction hypothesis, majority stockholder (controlling shareholder), minority stockholder

I. LATAR BELAKANG PENELITIAN

Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, investor sangat membutuhkan informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan tersebut. Salah satunya adalah

informasi mengenai kebijakan dividen. Pengumuman dividen sering kali dianggap memiliki kandungan informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi positif sering terjadi apabila informasi dalam pengumuman dividen tersebut menimbulkan respon pasar atas harapan tingkat keuntungan yang lebih besar dimasa mendatang. Sebaliknya, akan menimbulkan reaksi negatif apabila informasi dalam pengumuman dividen tersebut mengundang pesimisme atas prospek pengembangan perusahaan dimasa mendatang karena pihak manajer dianggap tidak mampu mengelola *earnings* bagi kepentingan jangka panjang pemegang saham.

Pengumuman kenaikan dan penurunan dividen yang membuat pasar bereaksi positif dan negatif ini disebabkan karena adanya asimetri informasi, yaitu suatu kondisi dimana satu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pada pihak lain yakni pihak manajemen perusahaan yang dianggap memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pihak investor di pasar modal (Pramastuti, 2007). Dengan adanya asimetri informasi manajer dianggap mempunyai informasi yang melebihi investor luar. Jika manajer mempunyai informasi yang tidak dipunyai oleh investor maka manajer dapat menggunakan perubahan dalam dividen sebagai cara untuk menunjukkan sinyal informasi dan kemudian menurunkan asimetri informasi. Dengan demikian investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham perusahaan (Apriani, 2005).

Asimetri informasi ini menjadi dasar *dividend signalling theory* yang menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan di masa yang akan datang. Sinyal perubahan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham yang diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return* saham. Pengumuman dividen dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar, dan sebaliknya. Menurut *dividend signaling theory*, peningkatan dividen akan membuat pasar bereaksi positif bila pasar cenderung

menginterpretasi bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal terang tentang prospek cerah perusahaan di masa mendatang, demikian juga sebaliknya pasar akan bereaksi negatif jika terjadi penurunan dividen, yang dianggap sebagai sinyal yang kurang bagus tentang prospek perusahaan di masa mendatang (Bhattacharya, 1979). Petit (1972) juga menambahkan bahwa adanya pengumuman dividen, misalnya pengumuman pembayaran dividen meningkat dari sebelumnya, ditaksirkan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya prospek dan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang, dan begitu pula sebaliknya.

Namun tujuan perusahaan untuk membayar dividen masih merupakan teka-teki (*puzzle*). Kenaikan dan penurunan pembayaran dividen tergantung pada tingkat profitabilitas atau laba yang diperoleh perusahaan. Hal ini, terkait dengan apakah laba tersebut akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atautah akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan.

Tujuan perusahaan untuk membayar dividen berhubungan dengan keputusan pendanaan. Berdasarkan *Pecking Order Theory* (POT) menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Christiani (2006), keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan yang bersumber pada laba, hutang, sampai pada saham yang dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah. Berdasarkan teori ini keputusan untuk meningkatkan pembayaran dividen akan memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Berdasarkan teori ini juga keputusan untuk membagikan dividen akan berpengaruh terhadap perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh, dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi seharusnya memiliki pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah (Septianti, 2004).

Pembagian dividen juga akan mempengaruhi *cash flow*, khususnya berhubungan dengan *free cash flow* perusahaan. Berdasarkan logika, manajemen akan membagikan

dividen meningkat dibandingkan tahun sebelumnya, jika mereka yakin akan kepermanenan *cash flow* yang direalisasi (Wahyuni, 2007). *Free Cash flow* merupakan *output* dari kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan baik melalui kebijakan investasi, pendanaan, dan operasioanal. *Free cash flow* yang diperoleh oleh perusahaan tersebut dapat dimanfaatkan untuk mendanai investasi di masa yang akan datang. *Free cash flow* yang tinggi dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan mengambil kesempatan pada proyek dengan *Net Present Value* (NPV) positif. Peningkatan *free cash flow* yang digunakan untuk investasi pada proyek dengan NPV positif akan meningkatkan harga saham perusahaan. Namun disisi lain *free cash flow* dapat juga dipergunakan oleh pihak manajemen untuk meningkatkan ukuran perusahaan yang dapat bertentangan dengan kepentingan pemegang saham, yang biasanya didasari oleh kepentingan pribadi semata (Murhadi, 2008).

Perusahaan dapat mempergunakan *free cash flow* untuk kepentingan pengembangan usaha atau pun dibagikan dalam bentuk dividen. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi dan kesempatan tumbuh yang terbatas, diharapkan melakukan pembayaran dividen yang tinggi (Meggibson, 1997 dalam Murhadi, 2008) Hal ini dimaksudkan untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen.

Konflik antara pemegang saham dan pihak manajemen dikenal dengan konflik keagenan. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer adalah berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Dengan adanya pemisahan kepemilikan dan pengawasan serta adanya perbedaan kepentingan, dapat mendorong manajer bertindak untuk kepentingan pribadi mereka.

Perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai komposisi struktur kepemilikan yang agak berbeda bila dibandingkan dengan perusahaan yang ada di Eropa atau Amerika. Di beberapa pasar modal Eropa dan Amerika, pemisahan kepemilikan dan pengawasan sudah

dilakukan oleh suatu badan independen yang memiliki kekuasaan yang sangat kuat. Struktur kepemilikannya pun bersifat menyebar (*dispersed ownership*) sehingga konflik keagenan bisa terjadi antara manajer dan pemegang saham (Pramastuti, 2007). Berbeda dengan di Amerika atau Eropa, kebanyakan perusahaan emiten di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti perseroan terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan. Karakteristik struktur kepemilikan di Indonesia lebih terkonsentrasi, sehingga pendiri juga dapat duduk sebagai dewan direksi atau komisaris dan ada pemegang saham yang dapat mengendalikan manajemen atau bahkan bagian dari manajemen itu sendiri. Masalah keagenan pokok dalam perusahaan seperti ini adalah konflik keagenan antara *controlling shareholders* (*majority shareholders*) dengan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*).

Konflik kepentingan ini dapat dikurangi melalui mekanisme kepemilikan orang dalam (*insider ownership*). Jika *controlling shareholders* juga merupakan *insider ownership* maka hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena dalam hal ini pemegang saham suatu perusahaan dapat sekaligus bertindak sebagai manajer perusahaan, maka dengan semakin tingginya tingkat keselarasan dan kemampuan kontrol terhadap kepentingan manajer dengan pemegang saham (Harjito dan Nurfauziah, 2006). Selain itu, konflik keagenan antara *controlling shareholders* dengan pemegang saham minoritas juga dapat dikurangi dengan melakukan pembayaran dividen (Harjito dan Nurfauziah, 2006). Dengan peningkatan pembayaran dividen menandakan bahwa *controlling shareholders* tidak berminat untuk memanfaatkan atau mengambil alih hak-hak dari pemegang saham minoritas (Gugler dan Yurtoglu, 2003).

Gugler dan Yurtoglu (2003) menemukan bahwa pada kondisi perusahaan yang kepemilikan sahamnya terkonsentrasi, konflik yang terjadi adalah antara *controlling shareholders* atau *majority controlled firm* (proporsi kepemilikan lebih dari 50%) dan

minority controlled firm (proporsi kepemilikan kurang dari 50%). Mereka menguji perubahan dividen ini dengan *rent extraction hypothesis*. Peningkatan dividen yang membuat pasar bereaksi positif akan mendukung *rent extraction hypothesis* bila pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen pada perusahaan-perusahaan yang di dalamnya terdapat *controlling shareholders* sebagai sinyal ketidakinginan dari *controlling shareholders* untuk melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas.

Penelitian ini akan menguji informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen dengan menggunakan *dividend signalling theory* dan *rent extraction hypothesis*. Menurut *dividend signalling theory* pasar akan bereaksi positif pada pengumuman peningkatan dividen bila pasar cenderung menginterpretasi bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal terang tentang prospek cerah perusahaan di masa mendatang, demikian juga sebaliknya (Bhattacharya, 1979). Sedangkan *rent extraction hypothesis* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif pada pengumuman peningkatan dividen dan pasar akan bereaksi negatif pada pengumuman penurunan dividen, dan menginterpretasikannya sebagai sinyal ketidakinginan dari *controlling shareholders* untuk melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas, dan begitu juga sebaliknya pada pengumuman penurunan dividen (Gugler dan Yurtoglu, 2003).

II. RUMUSAN MASALAH

Masalah yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah respon pasar yang diukur dengan *abnormal return* akan positif (negatif) pada pengumuman dividen meningkat (menurun)?
2. Apakah profitabilitas perusahaan dimasa yang akan datang akan lebih tinggi dari profitabilitas perusahaan sebelumnya pada pengumuman pembayaran dividen meningkat?

3. Apakah profitabilitas perusahaan dimasa yang akan datang akan lebih rendah dari profitabilitas sebelumnya pada pengumuman pembayaran dividen menurun?
4. Apakah ada perbedaaan antara reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen meningkat (menurun) ?

III. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

III.1. Reaksi Pasar Terhadap Kenaikan dan Penurunan Dividen

Menurut Khoiruddin (2004), model harga saham dengan pertumbuhan konstan menunjukkan bahwa pembayaran dividen yang lebih besar cenderung akan meningkatkan harga saham yang berarti akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, pembayaran yang semakin besar akan dapat mengurangi kemampuan perusahaan dalam investasi, sehingga akan berpotensi menurunkan harga saham. Dalam kenyataannya, di pasar sering terjadi bahwa peningkatan dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham, sedangkan penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham.

Hasil penelitian Abdurahim (2004) pada 139 sampel perusahaan yang mengumumkan dividen pada tahun 1996 dan 1997 bahwa (1) pengumuman dividen bertambah yang dipublikasikan oleh perusahaan mendapat respon positif oleh investor selama periode pengamatan, (2) respon investor terhadap pengumuman dividen meningkat adalah positif dan tepat, namun respon mereka terhadap pengumuman dividen meningkat untuk perusahaan yang tidak mempunyai prospek pertumbuhan dimasa yang akan datang adalah tidak tepat.

Penelitian Prasetio dan Susilastuti (2001) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham selama 11 hari periode pengamatan dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* saham selama 11 hari sebelum periode pengamatan, baik pada pengumuman dividen yang meningkat maupun menurun. Hal ini

menunjukkan bahwa informasi dividen meningkat maupun menurun yang diumumkan oleh perusahaan secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan manufaktur di BEJ. Khoiruddin (2004) juga menyimpulkan bahwa pengumuman dividen bank ditanggapi positif oleh investor yang ditunjukkan oleh *abnormal return* yang positif signifikan beberapa hari di sekitar pengumuman dividen. Pettit (1972) melakukan uji pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di sekitar tanggal tanggal pengumuman dividen. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa harga saham menyesuaikan secara cepat terhadap pengumuman dividen. Secara keseluruhan hasil penelitian menyimpulkan bahwa pengumuman dividen merupakan informasi yang substansial bagi investor.

Aharoni dan Swary (1980) dalam Pramastuti (2007) melakukan pengujian mengenai pengaruh pengumuman dividen dan *earning* yang dikaitkan dengan perilaku saham. Mereka menggunakan data pengumuman dividen baik yang didahului maupun yang diikuti oleh pengumuman *earning* dalam jangka waktu 11 hari. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat dari pada pengumuman *earning*. Hal ini bisa dilihat dari reaksi pasar yang positif terhadap kenaikan dividen dan reaksi pasar yang negatif terhadap penurunan dividen.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Pramastuti (2007) pada 47 perusahaan manufaktur dengan jumlah observasi sebanyak 100 pengumuman pembayaran dividen selama periode pengamatan 2000-2003. Dari hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat reaksi positif terhadap peningkatan dividen dan terdapat reaksi negatif terhadap penurunan dividen. Sehingga hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa kenaikan (penurunan) dividen direspon positif (negatif) oleh pasar.

Dari beberapa penelitian di atas maka dapat dibentuk hipotesis:

H1a : Respon pasar yang diukur dengan *abnormal return* akan positif pada pengumuman dividen meningkat

H1b : Respon pasar yang diukur dengan *abnormal return* akan negatif pada pengumuman dividen menurun

III.2. Pengaruh Perubahan Dividen Terhadap Kenaikan dan Penurunan Profitabilitas

Dividend signalling theory menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Prospek perusahaan diproksikan dengan tingkat profitabilitas perusahaan yang dicapai pada masa yang akan datang. Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa perusahaan hanya akan meningkatkan dividen apabila prospek keuntungan di masa depan lebih baik atau paling tidak dalam kondisi stabil.

Watts (1973) menguji proposisi bahwa pengetahuan tentang dividen sekarang akan meningkatkan prediksi tentang laba di masa yang akan datang. Watts menguji apakah laba satu tahun kedepan dapat dijelaskan oleh laba dan dividen tahun sekarang atau laba dan dividen satu tahun sebelumnya. Berdasarkan pengujian terhadap 310 perusahaan dari tahun 1946-1967, dia menemukan hanya 10% teratas saja yang mempunyai koefisien marjinal.

Nissim dan Ziv (2001), dan Benartzi *et al* (1997) menginvestigasi hubungan antara perubahan dividen dengan perubahan profitabilitas di masa yang akan datang dengan mengukur laba yang beragam (laba, perubahan laba, dan laba abnormal). Hasil penelitian mereka menemukan bukti bahwa perubahan dividen memberikan informasi tentang level profitabilitas pada tahun berikutnya yang merupakan informasi tambahan dari data akuntansi dan pasar. Selain itu, mereka juga menemukan bahwa perubahan dividen berhubungan positif dengan perubahan laba. Penelitian Abdurahim (2004) menemukan bukti bahwa perubahan dividen memiliki tambahan kandungan informasi terhadap informasi pasar dan data akuntansi tentang perubahan laba untuk satu tahun ke depan, tetapi tidak memiliki tambahan kandungan informasi bagi tingkat laba untuk satu tahun ke depan. Selain itu bukti empiris juga

memperlihatkan bahwa informasi perubahan dividen berkolerasi positif hanya dengan perubahan laba satu tahun ke depan saja.

Penelitian yang dilakukan oleh Pramastuti (2007) menggunakan 47 perusahaan manufaktur yang mengumumkan dividen dengan periode pengamatan 2000-2003 dari penelitiannya diperoleh hasil bahwa untuk kelompok pembayaran dividen meningkat rata-rata profitabilitas “sebelum” lebih besar dari pada rata-rata “sesudah”. Hasilnya tidak mendukung *dividend signaling theory*. Sedangkan untuk kelompok pembayaran dividen menurun diperoleh hasil rata-rata profitabilitas “sebelum” lebih besar dari pada rata-rata “sesudah”. Hal ini mendukung *dividend signaling theory*. Dari beberapa penelitian di atas maka dapat dibentuk hipotesis:

- H2a : Profitabilitas perusahaan dimasa datang akan lebih tinggi dari profitabilitas sebelumnya pada pengumuman dividen meningkat.**
- H2b : Profitabilitas perusahaan dimasa datang akan lebih rendah dari profitabilitas sebelumnya pada pengumuman dividen menurun.**

III.3. Reaksi Pasar dan Konsentrasi Kepemilikan (*Controlling Shareholders*)

Rent extraction hypothesis menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif pada pengumuman peningkatan dividen dan pasar akan bereaksi negatif pada pengumuman penurunan dividen, namun *rent extraction hypothesis* menginterpretasikan kenaikan (penurunan) dividen pada perusahaan-perusahaan yang didalamnya terdapat *controlling shareholders* atau perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, di mana peningkatan pembayaran dividen yang mengakibatkan pasar bereaksi positif dianggap sebagai sinyal ketidakinginan dari *controlling shareholders* untuk melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas, dan begitu juga sebaliknya pada pengumuman penurunan dividen pasar akan bereaksi negatif menandakan sinyal kecenderungan *controlling shareholders* melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas (Gugler dan Yurtoglu, 2003).

Gugler dan Yurtoglu (2003) melakukan penelitian terhadap perusahaan di Jerman yang bertujuan untuk menguji ada tidaknya konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas dengan melihat reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen dan pengaruh pemisahan hak aliran kas dan kontrol terhadap dividen. Berdasarkan studi peristiwa, Gugler dan Yurtoglu (2003) menemukan bahwa pasar akan bereaksi positif terhadap kenaikan dividen, sebaliknya pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen, khususnya yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki konsentrasi hak kontrol mayoritas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan.

Carvalho-da-Silva dan Leal (2004) dalam Siregar (2007) melakukan riset yang bertujuan untuk mengkaji sejauh mana pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan dividen dan penilaian pasar terhadap perusahaan. Dalam penelitiannya menyatakan bahwa pada saat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol tidak ada, maka konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas tidak terjadi. Namun pada saat pemegang saham pengendali meningkatkan kontrolnya melalui berbagai mekanisme, maka muncul konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Hasil penelitiannya mendukung argumen *Positive Incentive Effect* (PIE) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan positif dengan pembayaran dividen.

Penelitian Pramastuti (2007) mendukung penelitian yang dilakukan oleh Gugler dan Yurtoglu (2003). Pramastuti (2007) menyimpulkan bahwa *controlling shareholders* tidak melakukan eksploitasi terhadap kaum minoritas. Hal ini ditunjukkan pada kelompok dividen naik pada hari ke $t-1$, t_0 , dan $t+1$, dimana pada hari-hari tersebut nampak bahwa koefisien dummy yang positif signifikan, dan begitu juga sebaliknya terhadap kelompok dividen turun.

Dari beberapa penelitian di atas maka dapat dibentuk hipotesis:

H3a : Ada perbedaan antara reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen meningkat.

H3b : Ada perbedaan antara reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen menurun

IV. METODE PENELITIAN

IV.1. Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini dipilih berdasarkan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: (1) perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mengumumkan dividen minimal 2 tahun berturut-turut dari tanggal 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2006, (2) dividen yang diumumkan adalah dividen kas, (3) memiliki data tanggal pengumuman dividen, data saham harian dan data IHSG harian, dan (4) mempunyai data ROE dari tahun 2003-2007.

IV.2. Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini digunakan data sekunder berupa: (1) laporan keuangan tahunan perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI dari tahun yang berakhir pada 31 Desember 2003 sampai dengan 31 Desember 2007, (2) tanggal pengumuman dividen, yaitu tanggal pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan (3) harga saham harian dan IHSG harian

IV.3. Definisi Operasional dan Pengukuran

Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah:

- 1) Dividen yaitu kenaikan atau penurunan dividen yang dilihat dari perubahan DPS (*dividend per share*) yang dicari dengan rumus (Pramastuti, 2007):

$$\Delta \text{DPS} = \frac{\text{DPSt} - \text{DPSt-1}}{\text{DPSt-1}} \times 100\%$$

DPS_t adalah nilai *dividend per share* pada periode pengamatan sedangkan DPS_{t-1} adalah nilai *dividend per share* pada periode sebelumnya. Bila ΔDPS lebih besar dari nol, maka dikategorikan sebagai dividen naik dan apabila lebih kecil dari nol maka dikategorikan sebagai dividen menurun. Sedangkan apabila ΔDPS sama dengan nol maka dikategorikan sebagai dividen tetap dan tidak dimasukkan kedalam sampel.

- 2) Persentase kepemilikan *controlling shareholders* yaitu merujuk pada penelitian Gugler dan Yurtoglu (2003) dan Pramastuti (2007) adalah pemegang saham mayoritas yang memiliki hak kepemilikan di atas 50%, dan sebaliknya.
- 3) Reaksi pasar yang diproksi dengan *Abnormal Return* (AR). Dalam perhitungan AR digunakan model pasar yang disesuaikan (*Market Adjusted Model*). Perhitungan nilai AR menggunakan *window* 5 hari sebelum dan 5 hari setelah *event date* (tanggal pengumuman pembayaran dividen).
- 4) Profitabilitas yang diproksi dengan ROE (*Return On Equity*), yaitu *Profit After Tax* dibagi dengan *Equity*. ROE pada tahun pertama (ROE_t) akan dikelompokkan ke dalam profitabilitas “sebelum” dan ROE tahun berikutnya (ROE_{t+1}) atau ROE dimasa yang akan datang akan dikelompokkan ke dalam profitabilitas “setelah”.

IV.4. Metode Analisis Data

(1) **Uji normalitas** akan dilakukan dengan menggunakan Kolmogorof Sminov (K-S). Data dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *p-value* Kolmogorof Sminov test $> 0,05$ (Ghozali, 2005).

(2) Uji Hipotesis

Pada hipotesis 1, akan digunakan *event study* untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Reaksi pasar ditunjukkan dengan munculnya *abnormal return* (AR) di sekitar hari-hari pengumuman. Untuk melihat signifikansi rata-rata AR yang ada di periode peristiwa, dilakukan pengujian statistik (t-test) terhadap AR. Pengujian t dalam

penelitian ini dilakukan dengan cara standarisasi dari nilai AR. Standarisasi yang dilakukan adalah dengan membagi nilai AR dengan nilai kesalahan standarisasinya. Kesalahan standar estimasi merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai AR (Hartono, 2003).

$$t = \frac{AAR}{\text{Kesalahan Standar Estimasi (KSE)}}$$

Perhitungan (KSE) dilakukan secara agregat untuk semua sekuritas (*cross section*) di setiap harinya di periode peristiwa dan tidak membutuhkan periode estimasi dengan rumus (Hartono, 2003) :

$$KSE_t = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (AR_{it} - AAR_t)^2}}{N - 1} \times \frac{1}{\sqrt{N}}$$

Keterangan:

KSE_t = kesalahan standart estimasi untuk hari ke-t periode peristiwa

AR_{it} = *abnormal return* sekuritas ke-i untuk hari ke-t periode peristiwa

AAR_t = rata-rata *abnormal return* sekuritas hari ke-t di periode peristiwa

N = jumlah sekuritas

Pada hipotesis ke-2 akan dilakukan uji beda *paired samples t test*. Sedangkan pengujian terhadap hipotesis ke-3, dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji *independent samples t test*, dengan membandingkan *average abnormal return* perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen meningkat dan menurun.

V. PENGUJIAN HIPOTESIS DAN PEMBAHASAN

V.1. Sampel Penelitian

Sampel penelitian yang berhasil diperoleh dengan metode *purposive sampling* disajikan pada tabel 1 berikut ini:

-----Tabel 1 di sini-----

V.2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dari 121 observasi pengumuman dividen pada perusahaan non keuangan dari tahun 2003-2006 dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini:

-----Tabel 2 di sini-----

V.3. Hasil Uji Normalitas

Hasil uji normalitas disajikan pada tabel 3 berikut ini:

-----Tabel 3 di sini-----

V.4. Hasil Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan uji t dengan cara standarisasi dari *abnormal return* (Hartono, 2003), yaitu membagi masing-masing nilai *average abnormal return*-nya dengan nilai masing-masing KSE-nya. KSE dilakukan secara agregat untuk semua sekuritas (*cross section*) disetiap harinya diperiode peristiwa dan tidak membutuhkan periode estimasi. Tabel 4 berikut ini menyajikan nilai *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative abnormal return* (CAAR) dan t hitung pada pengumuman dividen meningkat:.

-----Tabel 4 di sini-----

Dengan menggunakan t test uji sisi kanan terlihat AAR signifikan positif pada tingkat 5% muncul 3 hari sebelum kenaikan dividen ($t-3$). Hal ini mengindikasikan adanya kebocoran informasi di pasar. AAR pada hari pengumuman (t_0) menunjukkan nilai yang positif signifikan pada tingkat 10%. Pada $t+4$ AAR kembali signifikan secara statistik signifikan pada tingkat 10%. Dari hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa **hipotesis 1a dapat diterima**. Adanya reaksi yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen juga menunjukkan bahwa pengumuman tersebut mengandung informasi.

Sedangkan pada pengumuman dividen menurun, Perhitungan AAR dan t hitung dapat dilihat pada tabel 5 di bawah ini:

-----Tabel 5 di sini-----

Dengan menggunakan t test uji sisi kiri menunjukkan pada hari pengumuman (t_0) menunjukkan nilai yang signifikan negatif pada tingkat 10%. Nilai AAR kembali signifikan pada tingkat 10% pada $t+3$. Tidak munculnya reaksi pasar yang negatif signifikan pada hari-hari sebelum pengumuman penurunan dividen mengindikasikan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi mengenai penurunan dividen dan pasar merespon secara tepat pada hari dilakukannya pengumuman dividen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa **hipotesis 1b dapat diterima**. Hasil ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelum seperti penelitian Pramastuti (2007), Prasetyo dan Susilastuti (2001), Khoiruddin (2004), Pettit (1972), serta Aharony dan Swary (1980).

V.5. Pengujian Hipotesis ke dua (*Dividend Signaling Theory*)

Pengujian hipotesis ke dua bertujuan untuk menguji *dividend signaling theory*. Hasil pengujian dengan menggunakan *paired sample t test* pada pengumuman dividen meningkat dapat dilihat pada tabel 6 di bawah ini.

-----Tabel 6 di sini-----

Dari tabel 6 di atas terlihat bahwa ada perbedaan rata-rata yang cukup signifikan ($\alpha = 5\%$). Nilai rata-rata ROE setelah 0.3971 lebih besar dari rata-rata ROE sebelum 0.3429 pada pengumuman dividen meningkat. Ini berarti **hipotesis 2a dapat diterima**. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan dividen dianggap sebagai kabar baik oleh investor karena kenaikan dividen tersebut berarti mencerminkan bahwa perusahaan memiliki prospek cerah dimasa yang akan datang. Hal ini mendukung *dividend signaling theory*.

Sedangkan hasil pengujian dengan menggunakan *paired sample t test* pada pengumuman dividen menurun disajikan pada tabel 7 di bawah ini:

-----Tabel 7 di sini-----

Dari tabel 7 di atas terlihat bahwa ada perbedaan rata-rata yang cukup signifikan ($\alpha = 5\%$). Nilai rata-rata ROE sebelum lebih besar dari rata-rata ROE setelah pada pengumuman dividen menurun. Ini berarti **hipotesis 2b dapat diterima**. Terbuktinya hipotesis H2b menunjukkan bahwa penurunan dividen dianggap sebagai kabar buruk oleh investor karena penurunan dividen tersebut berarti mencerminkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang kurang baik dimasa yang akan datang dengan kata lain penurunan dividen yang terjadi ditangkap oleh investor sebagai sinyal yang tidak baik. Hal ini mendukung *dividend signaling theory*.

V.6. Pengujian Hipotesis ke tiga (*Rent Extraction Hypothesis*)

Pada hipotesis ke-3 pengujian dilakukan dengan *independent sample t test* pada *average abnormal return* perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan *average abnormal return* pada perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen meningkat dan menurun. Hasil pengujian *independent sample t test* pada pengumuman dividen meningkat dan menurun disajikan pada tabel 8 di bawah:

-----Tabel 7 di sini-----

Pada tabel 7 di atas dapat dilihat bahwa signifikansi pada pengumuman dividen meningkat diperoleh sebesar 0.804 ($p\text{ value} > 0,05$). Sehingga **hipotesis 3a ditolak**.

Sedangkan pada pengumuman dividen menurun, Nilai signifikansi diperoleh sebesar 0.506 ($p\text{ value} > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan bahwa **hipotesis H3b ditolak**.

Dapat dilihat bahwa pada pengumuman dividen meningkat atau menurun reaksi pasar yang timbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* adalah sama. Hal ini tidak konsisten dengan prediksi teori *rent extraction hypothesis* Hal ini berarti bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat atau menurun tanpa melihat apakah perusahaan memiliki *controlling shareholders* atau tidak. Hal ini mungkin terjadi karena adanya pengaruh kecanggihan

investor dalam merespon pengumuman dividen Marfuah (2006). Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya Pramastuti (2007).

VI. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

VI.1. Kesimpulan

1. Pada saat perusahaan mengumumkan kenaikan dividen, pasar meresponnya secara positif. Hal ini dapat dilihat dari munculnya *abnormal return* yang positif signifikan pada $t-3$, t_0 , dan $t+1$. Demikian pula ketika perusahaan mengumumkan penurunan dividen, pasar meresponnya secara negatif. Hal ini terlihat dari munculnya *abnormal return* yang negatif signifikan pada t_0 dan $t+2$. Penelitian ini mendukung penelitian Prasetio dan Susilastuti (2001), Khoiruddin (2004), Pettit (1972), Aharony dan Swary (1980), dan penelitian Pramastuti (2007).

2. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan dividen meningkat direspon positif oleh pasar disebabkan karena investor menganggap hal tersebut sebagai suatu sinyal yang baik, yang dianggap bahwa pada masa mendatang kondisi keuangan perusahaan cenderung membaik dapat diterima. Sedangkan ketika perusahaan mengumumkan dividen menurun direspon negatif oleh pasar disebabkan karena investor menganggap hal tersebut sebagai suatu sinyal yang kurang baik, yang dianggap bahwa pada masa mendatang kondisi keuangan perusahaan cenderung memburuk juga dapat diterima.. Hasil penelitian ini sesuai dengan atau mendukung *dividend signaling theory*.

3. Dari hasil penelitian ini yang menguji perbedaan reaksi pasar yang timbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders*, diperoleh bahwa pada pengumuman dividen meningkat atau menurun reaksi pasar yang timbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan perusahaan yang tidak memiliki *controlling*

shareholders adalah sama. Sehingga hasil penelitian ini tidak mendukung teori *rent extraction hypothesis* yang menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif (negatif) pada pengumuman kenaikan dan penurunan dividen pada perusahaan-perusahaan yang di dalamnya terdapat *controlling shareholders* atau perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, sebagai sinyal kecenderungan *controlling shareholders* melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas pada penelitian ini tidak terbukti.

VI.2. Keterbatasan Penelitian

1. Dalam penelitian ini sampel perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* sangat terbatas.
2. Penelitian ini tidak melihat apakah perusahaan-perusahaan yang diamati adalah perusahaan yang bertumbuh atau tidak karena dari beberapa penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh atau tidak tumbuh juga mempengaruhi reaksi pasar (Lintner, 1956) dalam (Marfuah, 2006), (Sujoko, 1999), (Setiawan dan Hartono, 2002).

VI.3. Implikasi Penelitian

1. Bagi pelaku pasar, agar berhati-hati dalam pengambil keputusan investasi dalam mempertimbangkan informasi-informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen meningkat dan menurun.
2. Bagi kreditur, agar juga mempertimbangkan dahulu sebelum memberikan kredit kepada perusahaan yang membayar dividen meningkat dan menurun.
3. Memperkuat teori sebelumnya yang menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif (negatif) pada pengumuman dividen meningkat (menur

VII. DAFTAR PUSTAKA

- Abdurahim, Ahim. (2004). Analisis Akurasi Respon Investor Terhadap Pengumuman Dividen. *Wahana Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*. 07;15-27.
- Abdurahim, Ahim. (2004). Kandungan Informasi Tambahan Perubahan Dividen Tentang Profitabilitas Perusahaan Di Masa Yang Akan Datang. *Wahana Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*. 07; 99-111.
- Apriani, Lisia. (2005). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Kenaikan/Penurunan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Utilitas Publik dan Perusahaan dalam Industri tidak Diregulasi). *SNA VIII Solo*; 15-16.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell. *Journal of Economics*. 10; pp 259-270.
- Christianti, Ari. (2006). Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off Atau Pecking Order Theory. *SNA IX Padang*; 05-25.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS*. Cetakan IV. Badan Penerbit Universitas di Ponegoro: UPP AMP YKPN.
- Gugler, K., & Yurtoglu, BB. 2003. Corporate Governance and Dividen Pay out Policy in Germany. *European Economic Review* 47; 731-758.
- Hariyanti, Widi. (2002). Pengaruh Perubahan Earning dan Cash Flow Terhadap Perubahan Dividen. *Jurnal Ilmiah ASSETS*. 1; 21-28.
- Harjito, D. A., & Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. 2; 161-181.
- Hatta, Atika Jauhari. (2002). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. 2; 1-19.
- Husnan, S. (2001). Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*. 1; 1-12.
- Khoiruddin, Moh. (2004) Reaksi Pasar Terhadap Dividend Announcement di Sektor Perbankan Studi Kasus Pada BEJ. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*. 2; 123-135.
- La Porta, R., Lopez-De-Salines, F., and Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54. (2); 471-517.

- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert (1997). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*. 55; 1-33.
- Marfuah. (2006). Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar Dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Akuntansi Auditing Indonesia*. 2; 183-206.
- Miller, M. H dan F. Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth, and Valuation of Share. *Journal of business*. 34; 235-264.
- Murhadi, Werner R. (2008). Studi Kebijakan Dividen: Antecedent dan Dampaknya Terhadap Harga Saham. *Surabaya Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*. 1; 1-17.
- Nurmala. (2006). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan Otomotif Di Bursa Efek Jakarta. *Mandiri*. 9 (1); 17-82.
- Prasetio, J. E., & Susilastuti, Erna. (2004). Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen yang Meningkatkan dan Menurun Terhadap Harga Saham. *Wahana Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*. 07; 1-13.
- Pramastuti, suluh, (2007) “ *Analisis Kebijakan Dividend, Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction hypothesis*”. Thesis, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Dipublikasikan.
- Pettit, R. (1972). *Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency*. *Journal of Finance*; 993-1007.
- Sepriyanti, Ratna. (2004). Analisis Hubungan Antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio Dengan Laba Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*. 1; 63-79.

VIII. LAMPIRAN TABEL

Tabel 1
Pengumuman Pembayaran Dividen Meningkat dan Menurun

Peristiwa	Jumlah	
Pengumuman dividen meningkat:		
• Pengumuman oleh perusahaan yang memiliki <i>controlling</i>	43	
• Pengumuman oleh perusahaan yang memiliki <i>non controlling</i>	<u>27</u>	
Jumlah		70
Pengumuman dividen menurun:		
• Pengumuman oleh perusahaan yang memiliki <i>controlling</i>	39	
• Pengumuman oleh perusahaan yang memiliki <i>non controlling</i>	12	
Jumlah		<u>51</u>
Total Observasi		121

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Rata-rata</i>	<i>Deviasi Standar</i>
AR	1331	-0.91110	1.08090	0.0007985	0.06895853
DPS	121	0.07	3165.00	226.0265	507.04781
ROE	242	-0.28	6.61	0.2925	0.73642
Kepemilikan	121	9.4	97.95	59.4917	21.1731

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 3
Hasil Pengujian Normalitas

Variabel	Hasil Uji Kolmogrov-Smirnov	Keterangan
Pengumuman Dividen Meningkat		
Kepemilikan	Kolmogrof-Smirnov 0.995 Asymp.Sig. (2-tailed) 0.275	Normal
Pengumuman Dividen Menurun		
Kepemilikan	Kolmogrof-Smirnov 0.897 Asymp.Sig. (2-tailed) 0.397	Normal

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 4
Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)
Untuk dividen Meningkat

Hari	CAAR	AAR	Signifikansi
t-5	-0.00751	-0.00751	tidak signifikan
t-4	-0.00463	-0.01214	tidak signifikan
t-3	0.01551	0.01088	signifikan 5%
t-2	0.00462	0.02013	tidak signifikan
t-1	-0.00782	-0.00319	tidak signifikan
t 0	0.02600	0.01818	signifikan 10%
t+1	-0.00597	0.02003	tidak signifikan
t+2	-0.00501	-0.01097	tidak signifikan
t+3	-0.00033	-0.00534	tidak signifikan
t+4	0.01006	0.00973	signifikan 10%
t+5	-0.00132	0.00874	tidak signifikan

* signifikansi 5% = 1.6672

** signifikansi 10% = 1.2939

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 5
Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)
Untuk dividen Menurun

Hari	CAAR	AAR	Signifikansi
t-5	-0.00039	-0.00039	tidak signifikan
t-4	0.01114	0.01075	tidak signifikan
t-3	0.00159	0.01273	tidak signifikan
t-2	-0.00144	0.00015	tidak signifikan
t-1	0.00194	0.00049	tidak signifikan
t 0	-0.00475	-0.00281	signifikan 10%
t+1	-0.01312	-0.01786	tidak signifikan
t+2	-0.00114	-0.01426	tidak signifikan
t+3	-0.00732	-0.00846	signifikan 10%
t+4	0.00040	-0.00692	tidak signifikan
t+5	-0.00238	0.00198	tidak signifikan

* signifikansi 5% = 1.6672

** signifikansi 10% = 1.2939

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 6
Paired sample t test Kelompok Dividen Meningkat

	Rata-rata	Deviasi Standar
ROE sebelum	0.3429	0.89489
ROE setelah	0.3971	1.00080
Nilai t	-2.161***	
Signifikan	0.034	

Keterangan: *** signifikansi pada $\alpha = 5\%$

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 7
***Paired sample t test* Kelompok Dividen Menurun**

	Rata-rata	Deviasi Standar
ROE sebelum	0.19961	207682
ROE setelah	0.17255	202700
Nilai t	2.112***	
Signifikan	0.040	

Keterangan: *** signifikansi pada $\alpha = 5\%$

Sumber: data sekunder diolah (2009)

Tabel 4.9
Ringkasan Hasil Pengujian *Independent Samples T Test* pada Pengumuman Dividen Meningkatkan dan Menurun

Keterangan	Rata-rata	Signifikansi
Pengumuman Dividen Meningkatkan		
Controlling	0.0010	0.804
Non Controlling	0.0025	
Pengumuman Dividen Menurun		
Controlling	-0.0003	0.506
Non Controlling	-0.0049	

Sumber: data sekunder diolah (2009)