

## Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Kenaikan Dan Penurunan Dividen Di Bursa Efek Indonesia

Maria Josefa F. Esomar

### ABSTRACT

A financial statement becomes one of influential instruments to assess a finance achievement in bussiness. One of the statements that can be used by an investor that is the information of dividen announcement. The policy of dividen is regarded as an important policy and should be taken into consideration by the management because the policy will involve share holders with their devidens and the interests of a company with its profit. The announcement on the changing of dividen payment holds information which is can be used by the investors to make a decision on investing and forecasting the presumption of the company in the future. Explicilty, the changed on dividen gives a signal of the porfit in the future which is informed by the management to the company and share holders.

A test has carried out to estimate a dividen data over the past five years and the result of it shows that the investors will response toward the dividen announcement from a company but the responses would not be different on either increasing or declining of dividen. Furthermore, the study found that small capital company will gain more responses if it is compared to large capital companies.

Keywords: Dividen, Prospect Theory

### PENDAHULUAN

Dalam membuat keputusan investasi, investor berdasar-kan pada harapan kesuksesan usaha di masa yang akan datang. Jika prospek suatu investasi menguntungkan kemungkinan investor akan bersedia menanamkan modal mereka. Dalam dunia bisnis, informasi keuangan menjadi salah satu alat utama untuk menilai kinerja keuangan. Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa pengujian kandungan

informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Salah satu informasi yang dapat digunakan oleh investor yaitu informasi pengumuman dividen. Penelitian Lintner (1956) mengemukakan bahwa perusahaan meningkatkan pembayaran dividen hanya bila manajer yakin

bahwa pembayaran dividen yang tinggi tersebut mampu dipertahankan dimasa yang akan datang. Penelitian oleh Bhattacharya (1979), Miller dan Rock (1985), John dan Williams (1985) dan yang lainnya menyatakan bahwa perubahan pada dividen bukan sekedar upaya tentang menyampaikan kandungan informasi, namun secara eksplisit memberikan sinyal tentang laba di masa yang akan datang, yang disampaikan oleh pihak manajemen kepada perusahaan dan pemegang saham. Penelitian mengenai dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen mengandung informasi bagi pasar memberikan hasil yang berlainan. Watts (1973) dan Gonedes (1978) tidak menemukan bukti bahwa pengumuman dividen mengandung informasi, hal ini ditunjukkan dengan *abnormal return* yang diberikan kepada pasar tidak signifikan. Sedangkan penelitian terbaru yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980), Woolrige (1982), Petit (1972), Asquith dan Mullins (1983), Eades Hess dan Kim (1984) mendukung bahwa pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan mengandung informasi, hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan.

Di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh Mulyati (2003) mengenai reaksi harga saham terhadap perubahan dividen menunjukkan bahwa reaksi harga saham secara positif terhadap kenaikan dividen, sedangkan reaksi harga saham negatif terhadap penurunan dividen. Sujoko (1999) melakukan pengujian pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan menemukan pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi, investor di BEJ merespon secara positif semua pengumuman dividen meningkat. (Fitrijati et al, 2005) meneliti pengaruh pengumuman perubahan dividen terhadap harga saham dan menyatakan secara keseluruhan pengumuman dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham.

Teori keperilakuan (*behavior finance*) berpendapat bahwa investor secara individual konsisten berperilaku menyimpang dari rasionalitas yang dibayangkan oleh teori pasar efisien. Dengan kata lain, perilaku investor yang tidak rasional menyebabkan pasar menjadi tidak efisien. *Behavior finance* dapat menjelaskan keputusan investor secara sistematis dimana melibatkan emosi, kesalahan *cognitive* dan

bagaimana semua hal tersebut mempengaruhi pengambilan keputusan. Kesalahan *cognitive* dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu: (1) *Heuristic Decision Process* yang merupakan persepsi umum yang sering digunakan oleh manusia untuk mengambil keputusan yang rumit dan tidak pasti. Dengan mengembangkan *heuristic*, seseorang bisa menyederhanakan permasalahan yang rumit menjadi sederhana (Kahneman dan Tversky, 1974). (2) *Prospect theory*, (Daniel Kahneman dan Amos Tversky, 1979) adalah teori yang penting untuk pengambilan keputusan dalam ketidakpastian dan resiko. Substansi teori prospek adalah proses pembuatan keputusan individual yang berlawanan dengan pembentukan harga yang biasa terjadi di ilmu ekonomi. Berdasarkan pengamatan keduanya mengajukan teori bagaimana manusia melakukan evaluasi terhadap kerugian dan keuntungan. Evaluasi tersebut tidak simetris, kerugian akan mengakibatkan sakit yang berlebihan, melebihi kebahagiaan yang diperoleh karena memperoleh keuntungan. *Prospect theory* dapat membantu kita memahami reaksi investor dalam proses pengambilan keputusan, antara lain bagaimana

reaksi investor mengevaluasi adanya informasi pengumuman kenaikan dan penurunan dividen.

### **RUMUSAN MASALAH**

Berdasarkan latar belakang yang telah dijabarkan sebelumnya maka permasalahan yang akan diuji dalam penelitian ini adalah :

1. Bagaimana reaksi investor terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen.
2. Bagaimana perbedaan reaksi investor terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen.
3. Bagaimana reaksi investor terhadap pengumuman dividen yang dilakukan pada ukuran perusahaan yang berbeda.

### **TUJUAN PENELITIAN**

1. Untuk menguji reaksi investor terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen.
2. Untuk menguji perbedaan reaksi investor terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen.
3. Untuk menguji perbedaan reaksi investor terhadap pengumuman dividen yang dilakukan pada ukuran perusahaan yang berbeda.

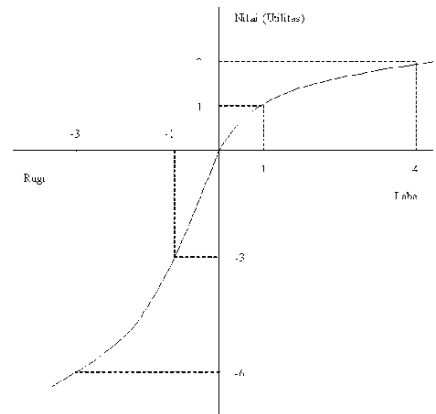
## TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### Efisiensi Pasar Modal

Fama (1970) mengemukakan tentang efisiensi pasar dan membagi ke dalam tiga kelompok besar, yaitu pasar efisien yang lemah (*weak form efficient*), pasar efisien setengah kuat (*semi-strong efficient*) dan pasar efisien sangat kuat (*strong efficient*). Pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 1996). Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Pasar efisien berdasarkan keputusan yang dibuat, dikembangkan oleh Hartono (2001 dan 2005) yang menyatakan bahwa ada dua faktor yang menyebabkan pasar efisien berdasarkan keputusan, yaitu informasi yang tersedia dan kecanggihan pelaku pasar. Pelaku pasar harus canggih menggunakan atau memakai semua informasi publik yang disampaikan emiten dalam mengambil keputusan karena informasi publik tersebut memberikan sinyal kepada pelaku pasar mengenai perusahaan sehingga keputusan yang diambil harus tepat.

### Prospect Theory

Teori prospek dikembangkan oleh dua ahli psikologi, Daniel Kahneman dan Amos Tversky, dan diterbitkan dalam *Econometrica* pada tahun 1979 sebagai alternatif teori utilitas yang rasional. Teori prospek adalah teori yang penting untuk pengambilan keputusan dalam ketidakpastian dan resiko. Menurut mereka evaluasi orang, kerugian akan mengakibatkan sakit yang berlebihan, melebihi kebahagiaan yang diperoleh karena memperoleh keuntungan.



**Gambar 1. Fungsi Nilai**

Sumber: Kahneman dan Tversky (1979)

Kurva S tersebut menunjukkan bahwa individu membuat keputusan yang relatif

lebih berisiko apabila berada dalam kondisi rugi dan membuat keputusan yang lebih berhati-hati apabila berada dalam kondisi laba. Teori prospek dalam konteks investasi memberikan implikasi bagi investor yaitu investor akan cenderung segera menjual saham yang menguntungkan dan cenderung menahan saham yang merugi. Fenomena tidak suka dengan kerugian dinamakan sebagai *loss aversion* (M.Hanafi,2008). Hal ini disebabkan oleh titik referensi yang baik adalah keuntungan, dan teori prospek memprediksikan orang akan cenderung memilih opsi menghindari resiko.

Teori prospek mengindikasikan bahwa orang mempertimbangkan hasil, dengan ribuan pertimbangan yang didasarkan pada prinsip psikologi, dan bukan prinsip ekonomi (Koonce dan Mercer, 2005). Dengan menggunakan istilah *prospect*, Kahnemann dan Tversky (1979) juga menyatakan bahwa yang menarik adalah sangat mungkin yakni ketika probabilitas rendah, kebanyakan orang menawarkan untung lebih besar. Efek refleksi memprediksi bahwa walau orang benci resiko (*risk averse*) pada prospek yang melibatkan laba namun orang

menjadi suka resiko pada prospek yang melibatkan rugi.

### **Pengumuman Kenaikan dan Penurunan Dividen dan Reaksi Investor**

Aharoni dan Swary (1980) dalam Jogiyanto (2000) melakukan pengujian mengenai pengaruh pengumuman dividen dan earning yang dikaitkan dengan perilaku saham. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat daripada pengumuman laba. Hal ini bisa dilihat dari reaksi pasar yang positif terhadap kenaikan dividen dan reaksi pasar yang negatif terhadap penurunan dividen. Epstein dan Turnbull (1980) menyatakan bahwa informasi yang diumumkan pada saat pasar mengalami ketidakpastian yang tinggi akan lebih direspon dan dianggap sangat penting serta memiliki dampak yang lebih besar terhadap pasar dan investor. Dalam kurva teori dapat dilihat bahwa seseorang akan merasakan seolah-olah nilai kekalahan sejumlah uang tertentu dalam suatu taruhan lebih besar daripada nilai kemenangan sejumlah uang yang sama sehingga dalam situasi rugi (*losses*) orang cenderung lebih nekat dalam menanggung risiko (*risk-seeking*).

Dalam kondisi rugi atau *negative framing*, seseorang akan cenderung lebih nekat untuk menanggung risiko, karena kegagalan lebih lanjut akan menghasilkan nilai subyektif lebih rendah dibandingkan pada kondisi berhasil atau *positive framing*.

Beberapa penelitian di Indonesia menunjukkan hasil yang bervariasi dalam pengujian teori prospek. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Gudono dan Hartadi (1998) yang menunjukkan perilaku orang Indonesia yang cenderung *risk neutral* ketika informasi yang disajikan positif dan menunjukkan perilaku yang sama (*risk taker*) ketika informasi disajikan secara negatif. Arifin (2004) melakukan pengujian atas teori prospek dan teori *fuzzy-trace* untuk melihat pengaruh framing pada keputusan akuntansi managerial dalam perspektif individu dan kelompok. Hasilnya menunjukkan bahwa teori *fuzzy-trace* lebih unggul dalam menjelaskan pengaruh framing dibandingkan teori prospek. Namun pengujian atas teori prospek tersebut diatas masih menggunakan jenis keputusan yang sederhana. Sehingga diperlukan pengujian kembali untuk jenis-jenis keputusan yang lebih kompleks.

H1a: Investor bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen yang tercermin dalam *abnormal return*.

H1b: Investor bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen yang tercermin dalam *abnormal return*.

Temuan Gonedes (1978) dikonfirmasi oleh Brooks (1996) dalam Jogiyanto (2000) yang meneliti pengumuman dividen pada tahun 1988 dan menguji perubahan asimetri informasi, *relative spread* dan volume perdagangan untuk melihat perubahan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman dividen. Hasil Penelitian Brooks (1996) menemukan asimetri informasi yang terjadi tidak mengalami perubahan yang signifikan, begitu juga *relative spread* dan volume perdagangan. Penelitian oleh Firth (1994) menunjukkan bahwa reaksi pasar terjadi secara signifikan pada dua hari periode jendela yang diamati. Benartzi *et. al* (1997) melakukan pengujian pengumuman dividen menurun dan pengumuman dividen meningkat. Hasilnya menunjukkan untuk jangka pendek yaitu 3 hari sekitar pengumuman ( $t-1$ ,  $t-0$  dan  $t+1$ ) terdapat rekasi pasar yang

signifikan yang mengkonfirmasi kandungan informasi dividen. Sedangkan untuk jangka panjang menunjukkan ada *excess return* signifikan yang terjadi setahun setelah pengumuman dividen. Jadi perusahaan yang menaikkan (menurunkan) pembagian dividen, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, mengalami *excess return* yang meningkat (menurun). Benartzi *et. al* (1997) juga menunjukkan bahwa investor akan bereaksi lebih kuat terhadap pengumuman dividen menurun (-2,11%) dibandingkan pengumuman dividen meningkat (0,81%).

Hasil penelitian DeAngelo dan De Angelo (1990) menunjukkan pemotongan dividen merupakan pertanda perusahaan tersebut dalam kondisi distress. Hal ini sejalan dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa penurunan pembayaran dividen berarti sinyal mengenai kinerja perusahaan yang menurun.

Hasil penelitian yang dilakukan Prasetiono (2000) menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan diantara rata-rata *abnormal return* saham kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun.

H2: Reaks investor terhadap pengu-muman dividen meningkat berbeda secara

signifikan dibanding terhadap pengumuman dividen menurun.

### **Pengumuman Dividen dan Ukuran Perusahaan**

Faktor ukuran perusahaan ternyata merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan oleh investor dalam mengambil keputusan berinvestasi dan dalam mempengaruhi pembentukan return saham. Banyak penelitian teoritis dan empiris dalam bidang keuangan yang telah mendokumentasikan pentingnya ukuran perusahaan (*size*) ketika menguji informasi dalam harga saham yang berkaitan dengan laba. Penelitian Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa faktor *size* yang merupakan kapitalisasi nilai pasar saham lebih konstan dan lebih signifikan dibandingkan dengan beta dalam mempengaruhi pembentukan return. Harries dan Hekinius (2000) menyatakan hubungan mengenai ukuran perusahaan dan besarnya respon pasar dimungkinkan karena informasi yang diperoleh pasar dari perusahaan kecil relatif lebih langka dibandingkan dengan informasi yang tersedia untuk perusahaan besar. Menurut Ball dan Kothari (1991), salah satu hal

yang menjadi sumber perbedaan reaksi pasar saat adanya pengumuman laba adalah ukuran perusahaan dimana CAR (*Cumulative Abnormal return*) pada perusahaan kecil lebih besar dibandingkan perusahaan besar. Hal yang sama juga diungkapkan oleh Malhotra, Thenmozhi, Kumar (2007) yang meneliti pada pasar modal India. Mereka menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *abnormal return*. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin kecil tingkat *abnormal return* yang dihasilkan. Reinganum (1992) melakukan penelitian di NYSE dari tahun 1926 sampai 1989. Return saham dalam perusahaan kecil cepat bereaksi terhadap setiap informasi yang ada dibandingkan dengan saham perusahaan besar. Eddy & Seifert (1988) membuktikan secara empiris bahwa reaksi pemegang saham terhadap pengumuman pembayaran kenaikan dividen lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar. Informasi-informasi yang ada di pasar mengenai perusahaan-perusahaan kecil sangat terbatas sehingga pengumuman yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil menimbulkan reaksi yang besar.

H3: Reaksi investor terhadap pengumuman dividen pada kelompok perusahaan kecil berbeda dibandingkan pada kelompok perusahaan besar. Reaksi pada kelompok perusahaan kecil diduga akan lebih besar daripada kelompok perusahaan besar.

## METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah saham-saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Untuk mengambil sampel dengan kriteria tertentu, diantaranya:

1. Perusahaan yang terdaftar pada bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang mengumumkan dividen tahun 2004-2008.
3. Dari perusahaan tersebut dipilih perusahaan yang jumlah dividen berbeda dari periode sebelumnya.
4. Pada saat *window period*, perusahaan tidak melakukan *corporate action* lainnya seperti *right issue*, *stock bonus*, dan aksi lainnya, hal ini dilakukan untuk menghindari *confounding effect*
5. Selama periode pengamatan perusahaan memiliki data



yang lengkap untuk digunakan dalam penelitian ini.

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2004-2008, pusat data UGM dan [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) serta sumber-sumber lain yang terkait dengan penelitian.

### **Defenisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

#### **1. Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang dikeluarkan perusahaan untuk membayar hak pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. Variabel ini diukur dengan perubahan *dividen per share* ( $\Delta$ DPS) yang merupakan selisih antara *dividen per share* periode t dikurangi *dividen per share* periode t-1 dibagi *dividen per share* periode t-1 kemudian dikali seratus persen.

#### **2. Reaksi Pasar**

Reaksi pasar diukur dengan *abnormal return* (AR) yang diperoleh dari selisih antara return realisasi dengan return pasar.

#### **3. Ukuran Perusahaan**

Variabel ini diberi simbol size. Nilai kapitalisasi pasar

merupakan hasil kali jumlah saham yang beredar dengan harga pasar per lembar saham. Latar belakang pemilihan nilai kapitalisasi pasar dalam pengumuman perusahaan karena besarnya nilai kapitalisasi pasar mencerminkan realitas keadaan ekuitas pemegang saham yang sebenarnya. (Pandji, 2001).

### **ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Pengujian hipotesis 1a digunakan untuk melihat apakah pengumuman kenaikan dividen berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Sedangkan hipotesis 1b digunakan untuk melihat apakah pengumuman penurunan dividen berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Untuk menguji hipotesis ini digunakan *one sample t-test*. Pengujian hipotesis 2 digunakan untuk melihat apakah ada perbedaan reaksi investor pada saat pengumuman kenaikan dengan penurunan dividen. Pengujian hipotesis ini akan menggunakan uji *paired sample t-test*. Pengujian hipotesis 3 dilakukan untuk melihat apakah ukuran perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi saham memiliki pengaruh terhadap reaksi investor pada saat pengumuman

dividen pada kelompok perusahaan berkapitalisasi besar dan kelompok berkapitalisasi kecil. Pengujian hipotesis ini menggunakan *one sample t-test*. Dibandingkan pada beberapa penelitian sebelumnya yang umumnya menentukan kriteria-kriteria tertentu untuk mengambil sampel, misalnya hanya mengambil sampel yang

melakukan pembayaran dividen minimal dua tahun berturut-turut dan lain-lain, penelitian ini tidak melakukan hal serupa. Peneliti berusaha menangkap seluruh fenomena reaksi pasar pada saat pengumuman dividen selama 5 tahun pengamatan yang dilakukan oleh perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif Hipotesis 1 dan 2**

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
Perusahaan Besar	11	-.0340	.0029	-.009718	.0134901
Perusahaan Kecil	11	-.0189	.0074	-.001627	.0071798
Sampel Dividen Naik	11	-.0123	.0023	-.004200	.0045488
Sampel Dividen Turun	11	-.0425	.0021	-.009709	.0134902
Valid N (listwise)	11	*sumber data primer diolah			

Dalam statistik deskriptif dapat terlihat bahwa pada perusahaan yang besar memiliki nilai maksimum AAR sebesar 0,0029 dan nilai minimum -0,0340 dengan nilai rata-rata (*mean*) -0,0097 serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standar deviasi*) sebesar 0,0135. Sedangkan pada perusahaan kecil nilai maksimum AAR sebesar 0,0074 dan nilai minimum -0,0189 dengan nilai rata-rata (*mean*) -0,00162 serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standar deviasi*) sebesar 0,00718. Pada sampel perusahaan dengan dividen naik nilai maksimum AAR sebesar 0,0023 dan nilai minimum -0,0123 dengan

nilai rata-rata (*mean*) -0,0042 serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standar deviasi*) sebesar 0,00455. Sedangkan dalam kelompok perusahaan dividen turun nilai maksimum AAR sebesar 0,0021 dan nilai minimum -0,0425 dengan nilai rata-rata (*mean*) -0,0097 serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standar deviasi*) sebesar 0,0135. Nilai *n* diatas bukanlah jumlah dari sampel perusahaan yang diteliti, melainkan jumlah periode hari pengamatan. Penelitian ini menggunakan *Abnormal return (AR)* sebagai pengukur reaksi saham yang nantinya akan diuji pada 11 hari periode pengamatan

dan oleh karena menggunakan jumlah perusahaan serta tahun pengamatan lebih dari satu maka variable *AR* akhir yang digunakan adalah rata-rata *abnormal return* (*Average abnormal return/AAR*) dari semua perusahaan pada masing-masing tahun di semua tahun pengamatan di sebelas hari pengamatan, sehingga pada tabulasi data akhir yang akan di uji hanya memiliki jumlah baris sebanyak 11 (hari pengamatan), dan kolom sebanyak 1 (*AAR*).

Tabel 2 adalah contoh hasil tabulasi untuk kelompok pembayaran dividen yang naik. Angka terlihat dalam satuan desimal. 0,0042 pada kolom T-5

dan kolom 2004 merupakan nilai rata-rata *AR* dari semua perusahaan pada tahun 2004 dan kolom terakhir, yaitu kolom *AAR* adalah nilai dari rata-rata *abnormal return* seluruh perusahaan selama 5 tahun pengamatan. Sehingga nilai-nilai yang tercantum dalam tabel statistik deskriptif diatas merupakan nilai dari rata-rata *abnormal return* seluruh perusahaan selama 5 tahun pengamatan.

Tabel 3, dapat dilihat secara rinci perusahaan yang mengumumkan dividen baik kenaikan atau penurunan dividen pada masing-masing tahun

**Tabel 2. Contoh Tabulasi**

Periode Pengamatan	2004	2005	2006	2007	2008	TOTAL	AAR
T-5	0.0042	0.0056	0.0030	0.0056	-0.0449	-0.0264	-0.005
T-4	-0.0044	0.0049	0.0035	0.0025	-0.0137	-0.0072	-0.001
T-3	0.0036	-0.0016	0.0057	0.0056	-0.0057	0.0075	0.002
T-2	0.0002	0.0046	0.0015	0.0043	-0.0192	-0.0086	-0.002
T-1	-0.0072	-0.0004	0.0018	-0.0070	-0.0076	-0.0204	-0.004
T-0	-0.0009	0.0003	0.0028	-0.0160	-0.0222	-0.0359	-0.007
T+1	0.0069	0.0041	0.0045	-0.0126	-0.0545	-0.0516	-0.010
T+2	-0.0022	0.0028	0.0041	0.0024	0.0042	0.0114	0.002
T+3	-0.0036	-0.0058	0.0041	-0.0101	-0.0116	-0.0269	-0.005
T+4	0.0079	0.0042	0.0042	-0.0129	-0.0146	-0.0113	-0.002
T+5	0.0052	0.0019	0.0015	0.0122	-0.0824	-0.0616	-0.012

Sumber: Data Primer Diolah

**Tabel 3. Perusahaan Yang Mengumumkan Dividen**

Tahun	Kenaikan	Penurunan
2004	54	79
2005	54	79
2006	32	66
2007	29	29
2008	47	72
<b>Total</b>	<b>216</b>	<b>325</b>

### Hipotesis Pertama

Pada bagian ini sampel akan dikelompokkan dalam dua kelompok, yaitu kelompok sampel dengan pembayaran dividen naik dan pembayaran dividen turun. Pengujian akan dilakukan dua kali, yaitu pada kelompok sampel dengan pembayaran dividen naik dan pada kelompok sampel dengan pembayaran dividen turun.

Hasil pengujian pada kelompok dividen naik memperlihatkan adanya *abnormal return* pada dua arah, yaitu positif dan negatif. Sebagian besar menunjukkan *abnormal return* yang negatif namun secara statistik tidak ada *abnormal return* negatif yang signifikan di semua hari pengamatan. Adanya *Abnormal return* positif pada T+2 hari pengamatan setelah pengumuman dilakukan menunjukkan investor bereaksi positif pada pengumuman dividen yang naik.

**Tabel 4. Pengujian Hipotesis Pada Dividen Naik**

Periode Pengamtn	AAR	t-hitung	Sig.	Ket.
T-5	-0.005	-0.535	0.621	Tidak sig.
T-4	-0.001	-0.416	0.698	Tidak sig.
T-3	0.002	0.679	0.535	Tidak sig.
T-2	-0.002	-0.387	0.719	Tidak sig.
T-1	-0.004	-2.056	0.109	Tidak sig.
T-0	-0.007	-1.442	0.223	Tidak sig.
T+1	-0.010	-0.891	0.423	Tidak sig.
T+2	0.011	1.993	0.125	Tidak sig.
T+3	-0.005	-1.945	0.124	Tidak sig.
T+4	-0.002	-0.471	0.662	Tidak sig.
T+5	-0.012	-0.699	0.523	Tidak sig.

Sumber: Data Primer Diolah

Namun uji statistik menunjukkan reaksi tersebut tidak signifikan. Return menurun kembali menjadi negatif pada T+3 hingga T+5. Dengan hasil tersebut, maka hipotesis H1a tidak terdukung. Dengan kata lain, kenaikan dividen tidak berpengaruh positif terhadap harga saham. Hasil ini juga sesuai dengan penelitian Aharony dan Swary (1980), Prasetyono (2000) dan Nugroho (2009).

**Tabel 5. Pengujian Hipotesis Pada Dividen Turun**

Periode Pengamtn	AAR	t- hitung	Sig.	Ket.
T-5	-0.008	-1.102	0.332	Tidak sig.
T-4	-0.006	-1.002	0.373	Tidak sig.
T-3	-0.011	-0.775	0.482	Tidak sig.
T-2	-0.001	-0.224	0.834	Tidak sig.
T-1	0.000	-0.053	0.960	Tidak sig.
T-0	-0.005	-0.985	0.380	Tidak sig.
T+1	-0.011	-0.932	0.404	Tidak sig.
T+2	0.009	0.210	0.844	Tidak sig.
T+3	-0.026	-2.244	0.088*	Signifikan
T+4	-0.043	-2.166	0.096*	Signifikan
T+5	0.002	0.741	0.500	Tidak sig.

\*= signifikan pada 10%

Sumber: Data Primer Diolah

Pengujian pada kelompok perusahaan dengan pembayaran dividen menurun memperlihatkan adanya *abnormal return* negatif yang mendominasi pada 11 hari pengamatan. Setidaknya ada 8 hari menunjukkan adanya *abnormal return* negatif. Dari hal tersebut terlihat ada 2 hari yang signifikan secara statisik, yaitu pada T+3 dan t+4. Artinya, pada dua hari tersebut investor bereaksi negatif secara nyata. Kesimpulan pada pengujian hipotesis H1b ini menunjukkan ada dukungan untuk pernyataan bahwa investor bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen yang

menurun. Hasil ini juga sesuai dengan penelitian oleh Benartzi (1997), Nugroho (2009), Prasentiono (2000) dan Suparmono (2000), Abdullah, Rasyid dan Ibrahim (2002), Mulyati (2003).

**Hipotesis Kedua**

Pengujian hipotesis kedua ini bertujuan untuk melihat apakah reaksi investor terhadap pengumuman dividen yang naik berbeda dengan pengumuman dividen yang turun. Pengujian dilakukan pada rata-rata *abnormal return* kelompok perusahaan yang dividen meningkat dan perusahaan dengan dividen menurun.

**Tabel 6. Hasil Uji Beda Pada Dividen Naik dan Dividen Turun**

Kelompok	Mean	Std. Dev.	t- hitung	Sig.	Ket.
Dividen Naik- Dividen Turun	0.0055	0.0146	1.252	0.239	Tidak sig.

Sumber: Data Primer Diolah

Hasil pengujian pada tabel di atas menunjukkan reaksi investor pada kedua kelompok tersebut tidak memiliki perbedaan signifikan. Sehingga hipotesis H2 tidak terdukung. Hasil ini juga sesuai dengan penelitian oleh Prasentiono (2000), Amiruddin (2003) maupun Zainafree (2005).

### Hipotesis Ketiga

Pengujian hipotesis tiga ini bertujuan untuk melihat apakah *size* perusahaan yang di proksi dengan nilai kapitalisasi saham memiliki pengaruh terhadap reaksi investor saat pengumuman dividen.

**Tabel 7. Hasil Uji Beda erdasarkan Kapitalisasi Perusahaan**

Hari Pengamatan	Size Kecil	Size Besar
T-5	0.0036	-0.0210
T-4	-0.0009	-0.0005
T-3	0.0028	-0.0016
T-2	0.0026	0.0015
T-1	-0.0022	-0.0003
T-0	-0.0020	-0.0018
T+1	0.0001	0.0001
T+2	0.0011	0.0001
T+3	-0.0006	-0.0101
T+4	0.0010	-0.0084
T+5	0.0029	0.0007
Rata-rata	0.008	-0.041
t	1.952	
Sig.	0.080*	

\*= signifikan pada 10 %

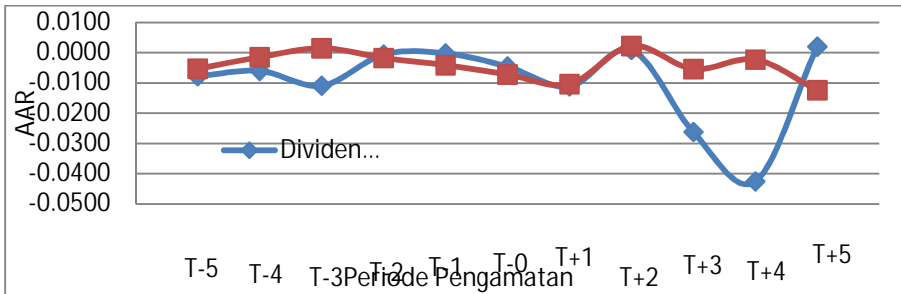
Sumber: Data Primer Diolah

Pada pengujian ini sampel akan di bagi dalam dua kelompok, yaitu perusahaan berkapitalisasi besar dan perusahaan berkapitalisasi kecil. Hasil

pengujian seperti terlihat pada tabel di atas menunjukkan bahwa reaksi investor berbeda berdasarkan *size* perusahaan, hal tersebut dapat dilihat pada nilai rata-rata nilai *abnormal return* yang lebih besar pada perusahaan berkapitalisasi kecil daripada perusahaan berkapitalisasi besar dan memiliki hasil uji yang signifikan secara statistik. Berdasarkan hasil tersebut maka hipotesis ketiga ini terdukung. Hasil ini juga sesuai dengan hasil penelitian oleh Malhotra, Thenmozhi, Kumar (2007), Edy dan Seifert (1998), Kartini (2001) maupun Bandara dan Samarakoon (2002) yang menyimpulkan bahwa *size* perusahaan dapat mempengaruhi tingkat reaksi investor terhadap pengumuman dividen.

### PEMBAHASAN

Dari pengujian hipotesis pertama terlihat bahwa ternyata investor hanya bereaksi pada saat dividen yang dibayarkan mengalami penurunan, namun sebaliknya investor tidak bereaksi nyata saat dividen yang dibayarkan mengalami kenaikan.



**Gambar 2. Pergerakan *Abnormal Return* Berdasarkan Status Dividen**

Pada sampel dividen meningkat, terlihat investor hanya memberi reaksi positif pada T-3 dan T+2 setelah pengumuman kenaikan dividen. Ini bisa diduga sebagai indikasi pengumuman kenaikan dividen tidak memiliki kandungan informasi yang menjadi pertimbangan bagi keputusan yang akan diambil investor. Hasil ini berkebalikan dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa kenaikan dividen akan direspon positif oleh investor karena kenaikan dividen menggambarkan prospek positif perusahaan sehingga permintaan menjadi meningkat dan akhirnya harga saham naik. Reaksi yang berkebalikan ini mungkin investor Indonesia tidak selalu menganggap kenaikan dividen sebagai berita positif. Kenaikan dividen bisa mengakibatkan kas yang tersisa di perusahaan menjadi lebih kecil dan nantinya dapat saja menghambat perusahaan dalam berinvestasi

pada tahun operasi berikutnya. Hambatan berinvestasi ini bisa mengakibatkan tersendatnya pertumbuhan perusahaan dan hal ini tentu saja berkebalikan dengan harapan investor sehingga reaksi mereka menjadi negatif.

Dari tren yang terlihat pada gambar di atas terlihat *abnormal return* hanya sempat positif pada T-3 dan T+2 dan selebihnya menunjukkan *return* negatif. *Return* sempat naik positif pada T+2 namun 3 hari selebihnya dapat dikatakan turun kembali. Selain akibat kemungkinan persepsi negatif investor terhadap pengumuman kenaikan dividen, munculnya abnormal negatif dominan sebelum pengumuman dividen ini dapat juga diduga akibat telah terjadi kebocoran informasi dan kemudian investor masih menunggu informasi yang lebih jelas tentang rumor adanya pembayaran dividen sehingga mereka cenderung menahan

transaksi dan akibatnya harga saham turun (Salvida, 2003).

Sedangkan pada sampel dividen menurun terlihat ada reaksi nyata dari investor terhadap pengumuman dividen sesudah pengumuman. *Abnormal return* negatif pada T+3 dan T+4 hari setelah pengumuman menunjukkan para investor menganggap penurunan ini sebagai indikasi prospek negatif perusahaan di masa depan. Turunnya dividen dapat saja dianggap oleh investor sebagai kondisi perusahaan yang sedang mengalami keitdakyakinan prospek perusahaan dimasa depan sehingga harus mengurangi kas yang dibagikan pada investor sebagai bentuk jaga-jaga terhadap kondisi buruk dimasa depan yang membutuhkan ketersediaan kas lebih banyak. Selain itu turunnya dividen ini bisa juga diakibatkan oleh turunnya laba perusahaan pada periode sebelumnya sehingga jumlah yang dibagikan pada investor juga menurun. Meskipun pada dasarnya penilaian terhadap sebuah perusahaan berpatokan pada harapan di masa depan, namun kinerja perusahaan di masa lalu juga terkadang menjadi bahan pertimbangan tambahan dalam mengambil keputusan, setidaknya untuk melihat tren kinerja

perusahaan, sehingga menurunnya kinerja perusahaan juga dapat berimbas negatif pada harga saham ke depan.

Rangkuman terhadap hasil hipotesis pertama ini dapat juga dijelaskan sesuai dengan teori prospek (*Prospect Theory*), yang menyatakan bahwa orang cenderung memilih opsi investasi dengan gambaran keuntungan yang positif daripada keuntungan yang negatif dan reaksi mereka pada opsi investasi yang berpotensi memberikan kerugian akan lebih besar daripada opsi investasi yang menguntungkan. Dalam konteks investasi keuangan, investor akan bereaksi lebih besar (signifikan) pada kondisi yang mereka anggap sebagai *bad news* (dalam hal ini adalah penurunan dividen) daripada yang *good news*. Penurunan dividen yang dianggap sebagai berita buruk direspon secara nyata (signifikan), sedangkan kenaikan dividen direspon secara "biasa saja" (tidak signifikan). Investor dalam mengevaluasi kenaikan dividen tidak bereaksi positif, hal ini sesuai dengan teori prospek yang mengindikasikan bahwa orang mempertimbangkan hasil, dengan ribuan pertimbangan yang didasarkan pada prinsip psikologi, dan bukan prinsip ekonomi



(Koonce dan Mercer, 2005). Sesuai dengan gambar pada teori prospek yang menunjukkan fungsi nilai mempunyai bentuk S, yang melewati titik referensi tertentu. Bentuk S tersebut menunjukkan bahwa fungsi nilai berbentuk cembung pada wilayah untung dan berbentuk cekung pada wilayah rugi. Fungsi tersebut lebih curam pada wilayah rugi dibandingkan dengan wilayah untung. Dengan kata lain, kerugian akan mengakibatkan sakit yang berlebihan, melebihi kebahagiaan yang diperoleh karena memperoleh keuntungan. Sehingga Investor lebih bereaksi terhadap pengumuman penurunan dividen dibandingkan pengumuman kenaikan dividen.

Jika diperhatikan secara bersama-sama terlihat ada kecenderungan reaksi yang linear antara sampel dividen meningkat dan menurun. Hal itu terlihat pada tren grafik pada T-5, T-4 dan T-2 hingga T+3. Jika diringkas, terlihat reaksi tersebut serupa sejak dari 2 hari sebelum dan 3 sesudah pengumuman. Ini mungkin pertanda bahwa investor di Indonesia sebenarnya memiliki persepsi yang nyaris sama terhadap setiap pengumuman dividen, baik yang naik maupun yang turun pada 2 hari sebelum

dan 3 sesudah pengumuman. Reaksi mereka menjadi berlawanan kembali pada T-3, T+4 dan T+5. Tren menurun dalam 1-2 hari sebelum saat pengumuman mungkin disebabkan oleh investor yang melakukan sikap menunggu (*wait and see*) dan mengantisipasi berita buruk dengan cara menjual saham sehingga return saham negatif.

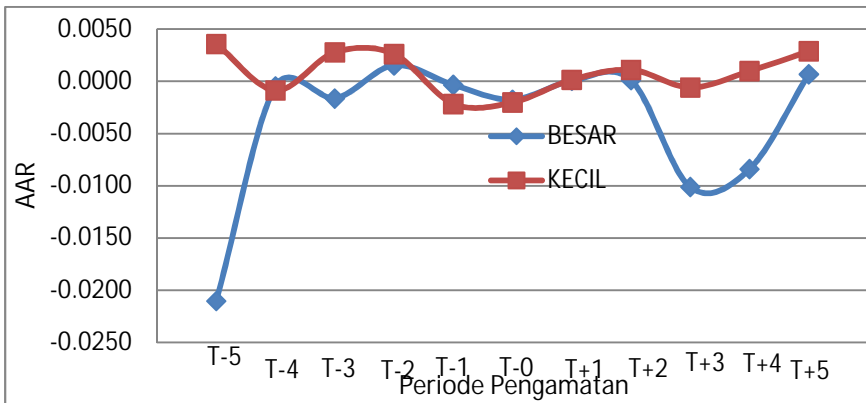
Pengujian hipotesis kedua ini ingin mempertegas ada tidaknya perbedaan reaksi para investor pada pengumuman dividen. Hasil pengujian menunjukkan reaksi investor pada kedua situasi tersebut tidak berbeda nyata. Hal ini sebenarnya juga sudah dapat diduga jika melihat hasil pengujian pada hipotesis pertama. Seperti dijelaskan pada bagian sebelumnya terlihat ada kecenderungan keseragaman reaksi investor pada hari-hari tertentu selama periode pengamatan.

Jika melihat kembali pada gambar sebelumnya, keseragaman itu terlihat setidaknya pada enam titik pengamatan, yaitu T-4, T-1, T-0, T+1, T+2 dan T+3. Hasil pengujian terhadap *mean* yang tidak memperlihatkan adanya perbedaan nyata ini menunjukkan bahwa kandungan informasi pada pengumuman peningkatan dividen

tidak memiliki makna yang berbeda dengan informasi yang terkandung dalam pengumuman penurunan dividen. Hal ini juga dapat diartikan sebagai ketiadaan perbedaan preferensi investasi dari para investor terhadap kedua kondisi tersebut. Menurut Prasetiono (2000), tidak adanya perbedaan tersebut dapat disebabkan antara lain karena informasi pengumuman tersebut sebenarnya sudah diduga sebelumnya atau dalam menentukan keputusan para investor lebih mengedepankan informasi pada harga saham dan mengabaikan faktor-faktor fundamental lain dan terakhir karena adanya banyak informasi lainnya mempengaruhi harga saham sehingga informasi naik-turun dividen kurang signifikan memberikan perbedaan para reaksi para investor.

Pada pengujian hipotesis ketiga terlihat bahwa reaksi

investor pada pengumuman dividen berbeda nyata diakibatkan oleh ukuran perusahaan. Pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan berukuran kecil direspon lebih besar daripada pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan berukuran besar. Hal ini dapat dihubungkan dengan perbedaan tingkat asimetri informasi pada perusahaan besar dan perusahaan kecil seperti yang diungkapkan oleh Cai, Liu, dan Qian (2007). Secara spesifik mereka menyatakan bahwa perusahaan besar mempunyai tingkat asimetri informasi yang lebih kecil. Pernyataan ini didukung oleh hasil penelitian Malhotra, Thenmozhi, Kumar (2007) yang menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *abnormal return*. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin kecil tingkat *abnormal return* yang dihasilkan



**Gambar 3. Pergerakan *Abnormal Return* Berdasarkan Size Perusahaan**

Hasil serupa juga ditemukan oleh Edy and Seifert (1998) maupun Kartini (2001) yang menunjukkan bahwa reaksi pemegang saham terhadap pengumuman pembayaran dividen lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar. Hasil-hasil tersebut di dasari pada alasan bahwa informasi yang ada di pasar tentang perusahaan kecil umumnya sangat terbatas dibandingkan pada perusahaan besar sehingga pengumuman yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil nampaknya memiliki kandungan informasi yang lebih besar daripada perusahaan besar sehingga tidaklah mengejutkan jika reaksi yang diakibatkan oleh pengumuman dividen tersebut cukup besar. Para pihak-pihak

yang berkepentingan pada perusahaan besar umumnya lebih banyak atau bahkan di dominasi para investor-investor besar yang memiliki jaringan atau sumber informasi yang lebih besar atau lebih canggih daripada investor pada perusahaan kecil sehingga arus informasi menjadi lebih mudah dan menyebabkan asimetri informasi menjadi lebih kecil. Selain itu bisa juga karena perusahaan besar memiliki sumber daya sarana komunikasi baik manusia maupun media yang lebih mudah diakses oleh investor dibandingkan pada perusahaan kecil.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian menemukan bahwa investor akan bereaksi terhadap adanya pengumuman dividen dan ini terlihat nyata pada pengumuman dividen namun reaksi mereka tidak berbeda baik pada pengumuman dividen naik maupun pada pengumuman dividen turun. Selain itu reaksi investor pada pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan berkapisalisasi rendah lebih besar daripada pengumuman oleh perusahaan berkapisalisasi besar dan perbedaan itu di duga akibat perbedaan asimetri informasi.

### Saran

Pada penelitian selanjutnya diharapkan juga mempertimbangkan status pertumbuhan perusahaan (bertumbuh dan tidak bertumbuh) untuk melihat sejauh mana rasionalitas investor dalam mengambil keputusan. Memperhatikan pola/tren perubahan (naik/turun) dividen juga sebaiknya dipertimbangkan untuk memperkuat identifikasi aplikasi terhadap teori pensinyalan (*Dividend Signaling Theory*).

## DAFTAR PUSTAKA

- A Edy and Seifert (1998). "Firm size and dividen announcements". *The Journal Of Finance*. Vol XI, No: 4.
- Abdullah, Rashid dan Ibrahim (2002). "The Effect of Dividend Announcements on Stock Returns for Companies Listed on the Main Board of the Kuala Lumpur Stock Exchange". *Malaysian Management Journal* 6 (1 & 2), 8 1-98 (2002)
- Aharony, J. and I. Swary. 1980. "Quarterly Dividend and Labas Announcement and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," *Journal of Finance* 35, 1-12.
- Amihud, Y., dan K. Li, 2002, The Declining Information Content of Dividen Announcement and the Effect of Institutional Holding, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University.
- Amos Tversky, Daniel Kahneman (1981). "The Framing of Decisions and the Psychology of Choic". *Science*, New Series, Vol. 211, No. 4481.

- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti. 2001. *Pengantar Pasar Modal*. Cetakan Keempat. Jakarta. PT Rineka Cipta.
- Atiase, R. K. 1985. "Prediclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements". *Journal Of Accounting Research*, Spring, 21-36
- Bandara and Samarakoon (2002). "Dividend Announcements Firm Size and Dividend Grrowth in the Sri Lankan Stock Market". *Sri Lankan Journal Of Management*. Vol 7. No:3&4
- Bandi dan Jogiyanto,"Perilaku reaksi harga dan volume perdagangan saham terhadap pengumuman dividen, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol 3 no.2.
- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely dan Richard H. Thealer. (1997). "Do Changes in Dividend Signal the future or the Past?". *The Journal of Finance*. Vol:52
- Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell ", *Journal of Economics*, 10, pp 259-270.
- Brickley, James A. (1983). "Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend". *Journal of Financial Economics*. Vol: 12
- Brigham, E. F. and Houston, J. F, 2004, *Intermediate Financial Management, 8thEd,*
- Brooks, Raymond M. (1996). "Changes in Asymmetric Information Earnings and Dividend Announcements". *Journal of Business Finance dan Accounting*. Vol:23.
- Cai, Jie, Yixin Liu dan Yiming Qian, 2007, "Information Asymmetry and Corporate Governance" *Working Paper: Drexel University's Le Bow College of Business*
- Deangelo, H., and L. Deangelo. 1990. Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled nyse firms. *The Journal of Finance* 14.
- Firth, Michael. (1996). "Dividend Changes, Abnormal return, and Intra-Industry Firm Valuations". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol: 31.

- Foster George, Chris Olson and Terry Shelvlin. (1984). "Laba Release, Anomalies and the Behavior of Security Returns". *The Accounting Review*. Vol: LIX, No: 4, October, pp 63 – 92.
- Gonedes, Nicholas J. (1978). "Corporate Signalling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividend, Income, and Extraordinary Items". *Journal of Accounting Research* 16.
- Gugler, K and Yurtoglu, BB., 2003, "Corporate Governance and Dividend Pay out Policy in Germany", *European Economic Review* 47 pp. 731-758.28
- Husnan, Suad (1992); Efisiensi Pasar Modal Indonesia; *Jurnal Ekonomi Indonesia*, April;pp. 24 – 34.
- Husnan, Suad., Mamduh M. Hanafi, dan Amin Wibowo, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan," *Kelola* 11 (1996), hal. 110-125.
- Jogiyanto (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi kelima, cetakan BPFE-Yogyakarta.
- Kahneman, D., dan A. Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk". *Econometrica*. Vol: 47.No. 2.
- Kartini (2001). "Analisis reaksi pemegang saham terhadap perubahan pembagian dividen di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol 2 No.6
- Lintner, J., 1956, Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, [2]: 97-113.
- Malhotra, Madhuri, M. Thenmozhi dan G. Arun Kumar, 2007, "Announcement Effect of Right Issue on Stock Returns: A Case Study of Selected Indian Manufacturing Companies. *Journal of Services Research*, pp 215-231
- Miller, M., dan K. Rock. 1985. "Dividend Policy Under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, 40, pp.1031-1051.
- Mulyati, S. 2002, "Reaksi Harga Saham terhadap Perubahan

- Dividen Tunai Dividend Yield di Bursa Efek Jakarta”, *Thesis*, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Na'im Ainun dan Finn Frank. (2000). “Announcement effects and Market Efficiency in a Thin Market”. *Asia Pacific Journal of Management*. 6 (2) pp: 243-265.
- of Finance 48, 1161}1191.
- Pettit, R. Richardson. 1972. “Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency,” *Journal of Finance*, Vol. XXVII, Desember, pp.993-1007.
- Ramachandran and Paekkirisamy (2010). The Impact of Firm Size on Dividend Behaviour:A Study With Reference to Corporate Firms across Industries in India”. *Spring Vol : 8 · No: 1*
- Sujoko. 1999. “Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar : Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta”, *Thesis*, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.