



Doi:

Lisensi: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Diterima: 20 Desember 2022, Diperbaiki: 10 Januari 2023, Diterbitkan: 6 February 2023

---

**ANALISIS REAKSI INVESTOR TERHADAP PENGUMUMAN NAIK  
TURUNNYA DIVIDEN DI BURSA EFEK INDONESIA (Studi Kasus:  
Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Sub Sektor Rokok)****Meri Dwi Anggraini<sup>1\*</sup>, Dica Lady Silvera<sup>2</sup>, Yulia Syafitri<sup>3</sup>**<sup>1), 2), 3)</sup> Universitas Ekasakti, Padang, Indonesia, email: [dladysilvera@gmail.com](mailto:dladysilvera@gmail.com)**Corresponding Author: Meri Dwi Angraeni<sup>1</sup>**

**Abstract:** *This study aimed to determine whether investors react to the announcement of dividend increases and decreases by cigarette manufacturing companies in the cigarette subsector. Indicators of abnormal return are used to determine whether investors react. The one-sample t-test is used to compare whether there are differences in abnormal returns before and after dividend announcements for both dividend increases and dividend decreases. There was no significant change in the market reaction to the announcement of increased dividends both before and after, with a level of sig. two-tailed > 0.05. The results indicate that investors do not view dividend announcements as sensitive information. This study contradicts the dividend signaling theory. The irrelevance theory supported this study. In this study, it is demonstrated that the assumption of a semi-strong capital market does not materialize because it considers past prices and published information.*

**Keywords:** *Dividends, Abnormal Returns, Stock Prices, Investors*

**Abstrak:** Penelitian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya reaksi investor disekitar pengumuman dividen naik dan turun pada perusahaan manufaktur subsektor Rokok. Untuk menganalisis ada tidaknya reaksi investor di gunakan abnormal return sebagai indikatornya. Untuk membandingkan ada tidaknya perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman dividen baik untuk dividen naik dan dividen turun digunakan metode one sample t-test. Hasil pengujian terhadap reaksi pasar dengan abnormal return pada pengumuman dividen turun selama event windows tidak adanya perubahan reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman dividen naik baik sebelum maupun sesudah pengumuman dengan tingkat sig.two-tailed > 0,05. Hasil menunjukkan pengumuman dividen bukan hal informasi yang sensitif bagi investor. Penelitian ini bertolak belakang dengan dividend signalling theory, Penelitian ini didukung oleh irrelevance theory. Pada penelitian ini yang menjadi gambaran bahwa efisiensi pasar modal setengah kuat tidak terwujud, karena asumsi pasar modal setengah kuat bukan hanya mencerminkan harga-harga diwaktu lalu, tetapi juga informasi yang dipublikasikan.

**Keywords:** *Deviden, Abnormal Return, Harga Saham, Investor.*

## PENDAHULUAN

Investor merupakan salah satu pihak yang memiliki kepentingan pada perusahaan yang telah *go publik*, hal ini disebabkan karena para investor adalah sumber dari modal perusahaan atas saham-saham yang dimilikinya. Investor memulai perannya dipasar modal dengan cara memilih obyek investasi pada berbagai tingkat pengembalian dan tingkat resiko yang akan dihadapi pada pasar modal tersebut. Investasi adalah pengeluaran sejumlah uang atau menyimpan uang pada suatu aset tertentu dengan harapan suatu saat mendapatkan keuntungan finansial, salah satu bentuk investasi adalah menanamkan dananya dipasar modal.

Pada dasarnya pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrument keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan baik dalam bentuk hutang ataupun surat-surat berharga, baik yang diterbitkan oleh perusahaan *go publik* maupun perusahaan swasta (Human;1998). Pasar modal merupakan salah satu pilar penting dalam perekonomian dunia, kemajuan perekonomian salah satunya dapat direfleksikan oleh aktivitas pasar modal yang ada pada sebuah negara. Hal ini didasarkan pada fungsi pasar modal yang dapat mempengaruhi pembangunan ekonomi suatu negara. Efisiensi pasar modal sebagai salah satu faktor penentu dari keberhasilan investor dalam memperoleh pendapatan.

Pengumuman pembagian dividen merupakan setiap tindakan emiten (penerbit saham) yang memberikan hak yang sama kepada seluruh pemegang saham ( *corporate action* ) dari *intern emiten*. Hal ini salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi calon investor untuk berinvestasi. Calon investor harus mengetahui keadaan serta prospek perusahaan yang menjual surat berharganya. Karena tujuan utama investor menginvestasikan dananya dipasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan dari dana yang diinvestasikan. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan bertujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *capital gain*.

Informasi tentang naik turunnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan merupakan salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi para investor, karena dalam informasi tersebut mengandung muatan informasi yang berkenan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh suatu perusahaan dimasa yang akan datang, yaitu dikaitkan dengan keuntungan yang diharapkan suatu perusahaan serta aliran kas untuk membayar dividen. Hal ini sejalan dengan *dividend signaling theory*. Prinsip *Signalling* ini mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi (Suluh Pramastuti 2007).

Reaksi investor merupakan respon dari investor itu sendiri terhadap informasi yang diberikan bisa bersifat positif dan bisa juga bersifat negatif. Menurut Scott (2000:147) bahwa jika suatu reaksi pasar modal terhadap informasi akuntansi diamati dengan menggunakan jendela peristiwa selama beberapa hari, melingkupi suatu pengumuman laba, dapat dikatakan bahwa informasi akuntansi penyebab dari reaksi pasar (investor). Jika perusahaan mengandung informasi *content* maka diharapkan investor bereaksi pada waktu pengumuman laba tersebut dan informasi diterima oleh investor, reaksi investor dapat dilihat dari adanya perubahan harga saham sekuritas dan volume perdagangan saham.

Dalam kegiatan investasi ini untuk melihat tentang reaksi investor atas pengumuman dividen mengandung informasi yang berbeda-beda, dilihat dari beberapa penelitian terdahulu tidaklah selalu sama. Dilihat dari penelitian yang dilakukan oleh Novia Agriani (2011) meneliti tentang analisis reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman dividen pada perusahaan yang *go publik* di BEI selama tahun 2008-2010. Dengan menggunakan metode penelitian studi peristiwa (*Event Study*) dengan hasil penelitian bahwa pengumuman dividen tidak memiliki kandungan informasi yang menyebabkan perubahan *abnormal return* AR secara signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

Penelitian Ashadi dan Ahmad (2014), dikatakan bahwa pengumuman dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga pasar, hal ini terlihat pada dividen naik menimbulkan reaksi positif dari pasar sementara pengumuman penurunan dividen menyebabkan reaksi

negatif pada pasar. Penelitian menurut Hidayat (2009), bahwa hubungan antara harga saham dengan dan pengumuman dividen tunai secara statistik adalah signifikan lebih banyak *return* negatif pada *event study* yang berlangsung selama 21 hari.

Penelitian Laabs Frank (2013) di *New York Stock Exchange* menemukan hasil positif reaksi pasar terhadap perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen. Pengumuman kenaikan dividen terlihat menunjukkan sinyal berita baik dan investor menerima berita kenaikan dividen sebagai sinyal yang baik bahwa dimasa mendatang pertumbuhan serta kas perusahaan terlihat baik sehingga akan mempengaruhi harga saham.

Sedangkan peneliti yang berbeda yang dilakukan oleh Angmanda (2010), meneliti tentang analisis pengaruh pengumuman dividen terhadap *return volume* dan frekuensi perdagangan saham pada perusahaan manufaktur di BEI, menunjukkan bahwa dari 88 sampel yang diteliti dengan total observasi sebanyak 102 pengumuman dividen dengan metode *event study* yaitu tidak terdapatnya pengaruh yang signifikan pengumuman dividen yang diprosikan *Divident Per Share* (DPS) terhadap *return*, volume dan frekuensi perdagangan disekitar periode observasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah pengumuman dividen yang dipublikasikan akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor. Ada tidaknya pengaruh akan dilihat dengan perubahan harga saham disepertar tanggal pengumuman. Untuk mengetahui hal tersebut akan dilakukan pengujian dengan menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman.

Penelitian ini memilih obyek penelitian pada perusahaan industri rokok dengan rentang waktu terhadap pembagian dividen berkisar 5 tahun dimulai dari tahun 2010-2014, karena dengan rentang waktu 5 tahun, perusahaan dianggap sudah mampu menggambarkan bagaimana reaksi investor terhadap perubahan dividen perusahaan. Perusahaan industri merupakan suatu unit (kesatuan) usaha/perusahaan yang melakukan kegiatan ekonomi, bertujuan menghasilkan barang atau jasa pada suatu bangunan atau lokasi tertentu dan mempunyai catatan informasi administrasi tersendiri mengenai produksi dan struktur biaya serta ada seseorang atau lebih yang bertanggung jawab atas usaha tersebut. Hal ini disebabkan cukup banyak perusahaan pada industri yang melakukan pembagian dividen tunai (*cash dividend*) selama 3 tahun terakhir hampir 25% dari seluruh perusahaan yang membagikan dividen tunai (*cash dividend*). Hal ini menjadi gambaran bahwa prospek keuntungan perusahaan industri kedepan cukup baik. Selain itu, industri rokok merupakan industri yang teruji dalam menghadapi ekonomi moneter tahun 1998.

Dalam situasi krisis global, sektor industri ini tetap mampu bertahan, bahkan lebih jauh sanggup memberi sumbangan signifikan dalam penerimaan negara melalui pajak atau instrumen cukai. Dalam majalah tempo 2008, rokok merupakan barang konsumsi sebagian besar masyarakat Indonesia, dengan sekitar 177 juta orang dari 270 juta jumlah penduduk Indonesia adalah penghisap rokok dimana jumlah batang rokok yang terjual ditahun 2008 mencapai sekitar 199 miliar batang. Sehingga industri rokok memiliki kemampuan yang sangat besar untuk berkembang. Negara Indonesia yang sebagian besar pendapatan dalam negerinya berasal dari sektor industri rokok, dimana industri rokok merupakan salah satu penyumbangan dalam pendapatan pajak negara.

Penjualan yang cenderung meningkat dari tahun ketahun dibeberapa perusahaan memberikan gambaran bahwa industri rokok di Indonesian berkembang dengan baik. Peningkatan yang baik ini merupakan gambaran bahwa industri rokok memiliki prospek sebagai tempat bagi para investor untuk menanamkan modalnya.

**Tabel 1. Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi SubSektor Rokok**

No.	Nama Perusahaan	Kode	Tanggal IPO	Penjualan (Million)
1.	PT.Gudang Garam Tbk	GGRM	27 Agustus 1990	<b>Rp. 190.139.664</b>
2.	PT. Handjaya Mandala Sampoerna	HMSP	15 Agustus 1990	<b>Rp. 274.755.000</b>

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Tujuan dari penelitian ini untuk melihat apakah terdapat perbedaan reaksi investor atas pembayaran dividen naik dan pembayaran dividen turun sebelum dan sesudah pengumuman dividen yang ditandai dengan adanya abnormal return (AR).

## LITERATURE REVIEW

Para pelaku pasar modal (investor) dalam melakukan investasi dipasar modal pasti akan selalu memperhatikan dan mengikuti pergerakan pasar setiap saat secara seksama dan selalu siap untuk melakukan transaksi jual beli apabila informasi yang diperoleh memungkinkan mereka untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal dimasa akan datang. Dengan kata lain bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan baru merupakan hal penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan yang baru sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar tersebut dengan pasar efisien. Efisiensi pasar merupakan salah satu topik mendasar yang perlu investor renungi karena berkaitan langsung dengan relevan atau tidaknya kegiatan untuk berusaha memprediksi arah harga. Perubahan harga dimasa mendatang hanya tergantung dari datangnya informasi baru dimasa datang yang tidak diketahui sebelumnya.

Salah satu informasi yang menjadi perhatian investor adalah informasi mengenai corporate action perusahaan seperti pengumuman dividen. Pengumuman dividen diyakini mempunyai informasi dan membawa sinyal tentang laba bersih saat ini dan potensi perusahaan dimasa mendatang, baik untuk pengumuman pembayaran dividen naik maupun pengumuman pembayaran dividen turun. Investor akan melakukan analisis baik secara teknikal maupun secara fundamental terhadap informasi sekitar tanggal pengumuman dividen. Pasar modal efisien adalah pasar modal yang berisi sekuritas yang nilai pasarnya selalu menyesuaikan secara cepat dan langsung apabila terjadi perubahan nilai instrinsik dari aset yang menjadi dasar dikeluarkannya sekuritas tersebut. Jadi apabila saham suatu perusahaan tidak berubah harga pasarnya padahal perusahaan tersebut mengalami suatu kondisi yang mempengaruhi bisnisnya dan informasi tentang hal itu telah tersebar kepada publik, berarti pasar modal tersebut tidaklah efisien.

Saham sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan dalam perusahaan tersebut. Menurut Martino dan Harjito (2004:367), saham adalah "surat bukti tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perusahaan" Menurut Hunan (2005), saham merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak pemodal untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya.

Menurut Ang (1997) nilai dari suatu saham berdasarkan fungsinya dapat dibagi atas tiga jenis: 1) Nilai nominal (per value) Adalah nilai yang tercantum pada saham yang bersangkutan yang berfungsi untuk pencatatan akuntansi dan tidak dipergunakan untuk mengukur sesuatu. 2.) Nilai dasar (base price) Harga yang dipergunakan didalam perhitungan harga indeks saham yang akan berubah sesuai dengan aksi emiten. 3) Harga pasar (market price) Merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jika pasar bursa efek tertutup, maka harga pasar

adalah harga penutupannya (closing price). Dengan demikian harga pasar inilah yang akan menyatakan naik turunnya saham. Beberapa faktor yang mempengaruhi harga saham menurut Husnan (2003) dalam indah (2007) yaitu: 1) Harapan investor terhadap tingkat keuntungan dividen untuk masa yang akan datang. Jika pendapatan atau dividen suatu saham stabil maka harga saham cenderung stabil. Sebaliknya, jika pendapatan atau dividen suatu saham berfluktuasi maka harga saham tersebut cenderung berfluktuasi pula. 2) Tingkat pendapatan perusahaan Tingkat pendapatan perusahaan yang tercermin dari Earning Per Share (EPS) terkait erat dengan peningkatan harga saham. Apabila fluktuasi EPS makin tinggi maka makin tinggi pula perubahan harga pasarnya. 3) Kondisi perekonomian Kondisi perekonomian saat ini salah satunya dipengaruhi oleh kondisi masa lalu dan saat ini. Apabila kondisi perekonomian stabil dan mantap maka investor optimis terhadap kondisi perekonomian yang akan datang sehingga harga saham cenderung stabil dan sebaliknya.

Return adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang,1997). Investor termotivasi untuk melakukan investasi dengan harapan untuk mendapatkan kembalian investasi yang sesuai. Tanpa adanya keuntungan dari suatu investasi tentunya investor tidak bersedia melakukan investasi tersebut. Menurut Ang (2007), komponen suatu return terdiri dari dua jenis yaitu: 1) Current Income Adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat priodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar, maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat. 2) Capital Gain Adalah keuntungan karena adanya selisih harga jual dan harga beli suatu investasi. Capital Gain ini sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan maka akan timbul perubahan nilai instrumen investasi. Menurut Jogiyanto (2003), return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasi yaitu return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis, dan return ekspektasi yaitu return yang diharapkan akan terjadi dimasa datang yang dihitung dengan mengkalikan masing-masing hasil masa depan dengan profitabilitas kejadiannya dan menjumlahkannya.

Studi peristiwa (event studi) menganalisis abnormal return sekuritas yang mungkin terjadi disekitar pengumuman suatu peristiwa (Jogiyanto, 2005). abnormal return merupakan kelebihan dari return sesungguhnya yang terjadi terhadap return normal yang merupakan return ekspektasi (yang diharapkan) dan merupakan return terjadi pada keadaan normal dimana tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan demikian, abnormal return adalah selisih antara return yang sesungguhnya dengan return ekspektasi. Maksudnya adalah return yang didapatkan investor tidak sesuai dengan pengharapan. Selisih return akan positif jika return yang didapat lebih besar dari return yang diharapkan atau return yang dihitung. Sedangkan return akan negatif jika return yang didapat lebih kecil dari return yang diharapkan atau return yang dihitung. Abnormal return dapat terjadi karena adanya kejadian-kejadian tertentu, misalnya hari libur nasioanl, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu dll.

Dengan menggunakan abnormal return dapat diukur bagaimana reaksi pasar (inverstor) terhadap perubahan harga sekuritas. Abnormal Return (AR): Selisih antara return yang sesungguhnya terjadi terhadap return yang diharapkan investor. Semua keuntungan ataupun kerugian yang diperoleh perusahaan selama berusaha dalam satu periode tersebut dilaporkan oleh direksi kepada para pemegang saham. Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba diatahan (retained eranings) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen ini dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) (Ang,1997). Stice at al (2004:902) menyatakan bahwa “dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham dari suatu perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing

pemilik”. Sedangkan menurut Skousen at al (2001:757) yang dikutip oleh Manurung dan Siregar (2008:3) “Dividen adalah pendistribusian laba secara proporsional kepada para pemegang sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya”. Dari definisi diatas sudah jelas bahwa yang dimaksud dengan dividen adalah pembagian laba perusahaan, kemudian laba tersebut dibagikan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki oleh pemegangnya. Misalnya kita memiliki saham 10% maka disini kita akan mendapatkan bagian 10% dari total dividen yang dibagikan. Dalam proses pembagian ini, dividen tidak hanya dapat dibagikan secara tunai saja, tapi juga bisa dibagikan melalui saham, properti, skrip, dan juga likuidasi.

## RESEARCH METHOD

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor industri di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014. Dengan metode purpose sampling ini, sampel yang dipilih dengan dengan kriteria pemilihan sampel sebagai berikut: 1) Perusahaan sektor industri barang konsumsi subsektor rokok yang terdaftar di Bursa Efek sebagai emiten terdapat 4 perusahaan . 2) Menerbitkan laporan keuangan periode tahun 2010 sampai 2014 terdapat 4 perusahaan. 3) Emiten terus menerus membagikan dividen periode tahun 2010-2014 terdapat 2 perusahaan. 4) Data tanggal pengumuman dividen emiten selama periode tahun 2010 sampai 2014 terpublikasi di Bursa Efek terdapat 2 perusahaan. 5) Mengalami kenaikan atau penurunan yang konsisten setiap tahun dalam pembagian jumlah dividen selama periode tahun 2010-2014 terdapat 2 perusahaan.

Tabel 2. Daftar sampel perusahaan

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	Tanggal RUPS	Jumlah Dividen Per Share (Rp)	Keterangan
1.	PT. Gudang Garam Tbk	GGRM	17 Jun 2010	800	Turun
			24 Jun 2011	1000	Naik
			27 Jun 2012	800	Turun
			27 Jun 2013	800	Turun
			24 Jun 2014	800	Turun
2.	PT. Handjaya Mandala Sampoerna	HMSP	18 Jun 2010	910	Naik
			09 Mar 2011	200	Turun
			18 Mei 2011	270	Naik Turun
			27 April 2012	500	Naik
			18 Jul 2012	1050	Turun
			18 April 2013	696	Naik
			18 Nov 2013	1300	Naik
09 Mei 2014	1143				

Untuk memberikan arah untuk analisis data, diperlukan definisi operasional dari masing-masing variabel penelitian.

- 1) Reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal return* . *Abnormal return* merupakan selisih antara return yang sesungguhnya yang terjadi dengan *return* yang diharapkan oleh investor (Tandelilin, 2010:225). Dengan kata lain *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* suatu saham dengan *ekpected return* nya. Periode peristiwa (*event* periode) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

Adapun langkah-langkah untuk menghitung variabel ini adalah :

- a. Menghitung *actual return*

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :

$$\begin{aligned} R_{it} &= \text{Actual return saham } i \text{ pada waktu } t \\ P_t &= \text{Harga saham pada waktu } t \end{aligned}$$

$P_{t-1}$  = Harga saham pada hari sebelumnya

b. Menghitung *expected return*

$$E(R_{it}) = RF_t + (RM_t - RF_t)\beta_i$$

Dimana:

$E(R_{it})$  = Tingkat keuntungan saham yang diharapkan

$R_f$  = Tingkat bunga bebas risiko harian dengan menggunakan SBI (Suku Bunga Bank Indonesia).

Dengan rumus :

$$R_f = \frac{\text{SBI bulanan}}{360}$$

(asumsi 1 tahun = 360 hari)

$\beta$  = Tingkat risiko sistematis

$RM_t$  = return indeks market pada periode estimasi ke-t

c. Menghitung market return dengan persamaan :

$$R_{mt} = \frac{\text{ISHG}_t - \text{ISHG}_{t-1}}{\text{ISHG}_{t-1}}$$

Dimana:

$R_{mt}$  = expected return saham i pada hari t

$\text{ISHG}_t$  = indeks harga saham gabungan pada hari t

$\text{ISHG}_{t-1}$  = indeks harga saham gabungan pada hari t

d. Menghitung return tidak normal (abnormal return) dapat dengan rumus :  $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

Dimana :

$AR_{it}$  = *abnormal return* sekuritas i pada hari ke t

$R_{it}$  = *actual return* sekuritas i pada hari ke t

$E(R_{it})$  = *expected return* sekuritas i pada hari ke t

e. Menghitung *average abnormal return* (AAR) dapat dirumuskan dengan:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Dimana :

$AAR_t$  = *average abnormal return* pada hari ke t

$AR_{it}$  = *abnormal return* pada sekuritas ke i pada hari ke t

k = jumlah sekuritas pada *event windows*

f. Menghitung *cummulative average abnormal return* (CAAR) dengan rumus :

$$CAAR_t = \sum_{t=1}^k AAR_{it}$$

Dimana :

$CAAR_t$  = jumlah AAR pada hari ke-t

$AAR_{it}$  = AAR pada sekuritas i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas dalam *event windows*

Data yang diperlukan dalam penelitian ini terdiri dari :

- 2) Tanggal pengumuman dividen. Data yang digunakan dari tahun 2010 sampai dengan 2014 diperoleh dari [www.KSEI.co.id](http://www.KSEI.co.id)
- 3) Harga penutupan saham harian untuk menghitung actual return perusahaan data diperoleh dari historical price pada website <http://finance.yahoo.com>
- 4) IHSG harian untuk menghitung return pasar. Data diperoleh dari [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)
- 5) Jumlah saham beredar untuk tahun 2010 sampai dengan 2014. Data diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- 6) Data Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) diperoleh dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
- 7) Dengan data yang terkumpul, maka dapat dihitung dan diketahui informasi mengenai naik turunnya dividen.

Untuk mengetahui ada atau tidaknya abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman dividen untuk pengumuman dividen naik dan dividen turun dilakukan pengujian dengan langkah-langkah sebagai berikut :

- a. Menghitung actual return masing-masing saham dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :  $R_{it}$  = Actual return saham pada waktu

$P_t$  = Harga saham pada waktu t

$P_{t-1}$  = Harga saham pada hari sebelumnya

- b. Menghitung tingkat pengembalian saham yang diharapkan (expected return) dengan menggunakan model CAMP dengan rumus sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = RF_t + (RM_t - RF_t)\beta_i$$

Dimana :  $E(R_{it})$  = Tingkat keuntungan saham yang diharapkan

$R_f$  = Tingkat bunga bebas resiko

$R_m$  = Tingkat keuntungan pasar

$\beta$  = Tingkat resiko sistematis

- c. Menghitung tingkat bunga bebas resiko (risk free/ $R_f$ ) harian dengan menggunakan SBI (Suku Bunga Bank Indonesia) untuk tahun 2010 samapi dengan 2014. Karena penelitian ini adalah analisis harian, maka SBI bulanan disesuaikan menjadi SBI per hari yaitu dengan membagi SBI dengan 360 ( asumsi 1 tahun= 360 hari). Dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_f = \frac{SBI \text{ bulanan}}{360}$$

- d. Menghitung tingkat keuntungan pasar (market return) dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{mt} = \frac{ISHG_t - ISHG_{t-1}}{ISHG_{t-1}}$$

Dimana:

$R_{mt}$  = expected return saham i pada hari t

$ISHG_t$  = indeks harga saham gabungan pada hari t

$ISHG_{t-1}$  = indeks harga saham gabungan pada hari t

- e. Menghitung tingkat resiko sistematis (beta setiap saham) dengan menggunakan regresi antara return saham dengan return pasar dengan menggunakan Microsoft Excel. Teknis ini adalah sebagai berikut :

1. Mengurangi  $R_f$  dengan  $R_{ft}$  yang diperoleh pada periode estimasi 100 hari kerja.

2. Mengurangi  $R_{mt}$  dengan  $R_{ft}$  yang diperoleh pada periode estimasi 100 hari kerja.

3. Menghitung beta slope dengan formula yang ada pada Microsoft Excel.

- f. Menghitung abnormal return (AR) harian tiap-tiap saham selama periode pengamatan. Pada penelitian ini AR dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$



Dimana :

$AR_{it}$  = *abnormal return* sekuritas i pada hari ke t

$R_{it}$  = *actual return* sekuritas i pada hari ke t

$E(R_{it})$  = *expected return* sekuritas i pada hari ke t

g. Menghitung Average Abnormal Return (AAR)

Rata-rata return tidak normal atau average abnormal return (AAR) untuk hari ke-t dapat dihitung dengan rumus :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Dimana :

AAR<sub>t</sub> = average abnormal return pada hari ke-t

AR<sub>it</sub> = abnormal return pada sekuritas ke i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas pada event windows

h. Menghitung Cummulatif Average Abnormal Return (CAAR)

CAAR atau akumulasi rata-rata return tidak normal merupakan penjumlahan rata-rata abnormal return hari sebelumnya dengan rata-rata abnormal return sesudahnya.

Dengan persamaan sebagai berikut :

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^k AAR_{it}$$

Dimana :

CAAR<sub>t</sub> = jumlah AAR pada hari ke-t

AAR<sub>it</sub> = AAR pada sekuritas i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas dalam *event windows*

*One sample T-Test* merupakan teknik analisis untuk membandingkan satu variabel bebas. Teknik ini digunakan untuk menguji apakah nilai tertentu berbeda secara signifikan atau tidak dengan rata-rata sebuah sampel

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada penelitian ini bahwa pengujian reaksi investor terhadap pengumuman dividen naik dan dividen turun dapat diukur menggunakan *abnormal return*. Menurut Jogiyanto (2003), *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya yang terjadi (*actual return*) dengan *return* ekspektasi. Pada penelitian ini *return* ekspektasi diperoleh dengan menggunakan metode CAMP (*Capital Asset Pricing Model*) dengan periode estimasi selama 100 hari dalam periode peristiwa (*event Windows*) selama 21 hari.

*Average abnormal return* (AAR) menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu selama *event windows* (Samsul, 2006:277). Menurut Widiyatmoko (2006) *average abnormal return* yang bernilai negatif mengandung pengertian bahwa masuknya informasi pengumuman dividen mengandung informasi yang dianggap kurang menguntungkan bagi investor karena dinilai bisa membahayakan likuiditas perusahaan itu sendiri atau peristiwa tersebut memiliki nilai ekonomis yang cukup tinggi untuk direspon secara cepat dan tepat. Sedangkan *average abnormal return* yang bernilai positif mengandung pengertian bahwa pengumuman masuknya informasi baru berupa pengumuman dividen disambut dengan baik oleh investor, hal ini terjadi karena adanya kabar baik yang terkandung dalam pengumuman dividen yang tentunya mempunyai nilai ekonomis tinggi dan dapat menguntungkan bagi investor.

*Cummulative Average abnormal return* (CAAR) merupakan penjumlahan rata-rata *abnormal return* hari sebelumnya dengan rata-rata *abnormal return* sesudahnya (Linda, 2007). CAAR bernilai negatif mengindikasikan bahwa investor cenderung lebih banyak bereaksi negatif terhadap informasi yang diterima. Sedangkan CAAR yang bernilai positif mengindikasikan bahwa investor cenderung lebih banyak bereaksi positif terhadap informasi yang diterima. Tabel 4.10 berikut menggambarkan nilai AAR dan CAAR perusahaan sampel yang mengumumkan dividen naik dan dividen turun selama *event windows* (21 hari).

**Tabel 3. AAR dan CAAR Pengumuman Dividen Naik dan Dividen Turun Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen**

t	Dividen Naik		t	Dividen Turun	
	AAR	CAAR		AAR	CAAR
t-10	0,008866945	0,05320167	t-10	0,002302687	0,016118807
t-9	<b>-0,01590181</b>	<b>-0,09541086</b>	t-9	<b>-0,00006347</b>	<b>-0,000444325</b>
t-8	0,006039828	0,03623897	t-8	<b>-0,001689753</b>	<b>-0,011828269</b>
t-7	0,004448844	0,02669306	t-7	0,002089116	0,01462381
t-6	0,0030417	0,01825020	t-6	<b>-0,004388832</b>	<b>-0,030721822</b>
t-5	<b>-0,003379838</b>	<b>-0,02027903</b>	t-5	0,0039649	0,027754301
t-4	<b>-0,003238262</b>	<b>-0,01942957</b>	t-4	0,003984051	0,027888358
t-3	0,009201891	0,05521135	t-3	<b>-0,005572304</b>	<b>-0,039006129</b>
t-2	<b>-0,00773155</b>	<b>-0,04638930</b>	t-2	0,001116948	0,007818634
t-1	<b>-0,000205508</b>	<b>-0,00123305</b>	t-1	<b>-0,004091358</b>	<b>-0,028639508</b>
t=0	0,008514098	0,05108459	t=0	0,019038586	0,1332701
t+1	0,013154068	0,07892441	t+1	<b>-0,009346243</b>	<b>-0,065423703</b>
t+2	0,017245199	0,10347119	t+2	0,0048769	0,034138299
t+3	0,007744263	0,04646558	t+3	<b>-0,000320814</b>	<b>-0,002245701</b>
t+4	<b>-0,010513557</b>	<b>-0,06308134</b>	t+4	<b>-0,001332545</b>	<b>-0,009327812</b>
t+5	<b>-0,001189768</b>	<b>-0,00713861</b>	t+5	<b>-0,003256331</b>	<b>-0,02279432</b>
t+6	0,007716117	0,04629670	t+6	<b>-0,004111332</b>	<b>-0,028779324</b>
t+7	0,002902594	0,01741556	t+7	0,007157415	0,050101903
t+8	0,002348707	0,01409224	t+8	<b>-0,001232445</b>	<b>-0,008627114</b>
t+9	<b>-0,004622286</b>	<b>-0,02773372</b>	t+9	<b>-0,008008424</b>	<b>-0,056058968</b>
t+10	0,002114826	0,01268896	t+10	0,004500389	0,03150272

Sumber : Hasil Olahan Data

Pada tabel 3 diatas hasil menunjukan bahwa selama periode jendela, diperoleh bahwa pada pengumuman dividen naik terdapat 8 hari memiliki *abnormal return* negatif, sedangkan pada pengumuman dividen turun terdapat 12 hari memiliki *abnormal return* negatif. Hal ini mengidentifikasi bahwa investor cenderung lebih banyak bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen turun maupun dividen naik, hal ini dianggap tidak adanya perbedaan yang mendukung kategori pengumuman dividen turun maupun dividen naik. Maka dianggap tidak adanya bukti perubahan reaksi investor yang terjadi antara pengumuman dividen naik dan pengumuman dividen turun.

Selain dengan melihat perubahan *abnormal return* pada periode jendela (*event windows*) reaksi investor juga bisa dilihat dari aktivitas volume perdagangan saham. Perkembangan volume perdagangan saham mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan yang merupakan manifestasi dari tingkah laku investor (Robert dan Ang, 1997). Naiknya volume perdagangan merupakan kenaikan aktivitas jual beli para investor dibursa. Semakin meningkat

volume penawaran dan permintaan suatu saham, maka semakin besar pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham di bursa dan semakin meningkatnya volume perdagangan saham menunjukkan semakin diminatinya saham tersebut oleh masyarakat sehingga akan membawa pengaruh terhadap naiknya harga atau *return* saham.

**Tabel 4. Dividen Naik Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen**

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-10	1.222	5	.276	.0088833	-.009797	.027563
t-9	-1.434	5	.211	-.0158333	-.044216	.012549
t-8	.797	5	.461	.0060167	-.013382	.025415
t-7	1.992	5	.103	.0044333	-.001287	.010154
t-6	.718	5	.505	.0030167	-.007781	.013815
t-5	-.624	5	.560	-.0034000	-.017415	.010615
t-4	-.405	5	.702	-.0032667	-.023976	.017443
t-3	2.001	5	.102	.0092000	-.002618	.021018
t-2	-1.641	5	.162	-.0077500	-.019891	.004391
t-1	-.128	5	.903	-.0002000	-.004225	.003825
t=0	.820	5	.449	.0085000	-.018141	.035141
t+1	.684	5	.525	.0131333	-.036243	.062509
t+2	1.569	5	.177	.0172333	-.010999	.045465
t+3	1.198	5	.284	.0077333	-.008856	.024322
t+4	-3.104	5	.027	-.0105000	-.019194	-.001806
t+5	-.178	5	.866	-.0012333	-.019094	.016627
t+6	1.512	5	.191	.0077167	-.005405	.020839
t+7	.588	5	.582	.0029000	-.009782	.015582
t+8	.385	5	.716	.0023833	-.013528	.018294
t+9	-.756	5	.184	-.0046167	-.020318	.011085
t+10	.809	5	.455	.0021333	-.004645	.008912

Sumber: Data olahan SPSS 16

Keterangan : \*signifikan 5%, t-tabel = 2,446912

Pada tabel 4 diatas dapat dilihat selama periode jendela 10 hari sebelum, 10 hari setelah pengumuman dividen dan 1 hari pada saat tanggal pengumuman dividen untuk pengumuman dividen naik, tidak ditemukan adanya reaksi investor yang signifikan selama periode 21 hari periode jendela (*event windows*), baik sebelum pengumuman maupun sesudah pengumuman dividen. Reaksi investor ditandai dengan adanya rata-rata *abnormal return* (AR) dan *p value* < 5%, dan t hitung < t-tabel. Sementara berdasarkan nilai t hitung diketahui bahwa pada selama periode jendela yang menghasilkan reaksi investor *sig.two-tailed* >0,05. Berarti uji *one sampel t-test* menunjukkan hasil yang tidak signifikan secara statistik. Hal ini menandakan tidak adanya perubahan reaksi pasar terhadap pembayaran dividen naik. Hal ini dikarenakan jika pembayaran dividen lebih besar atau dinaikan maka akan mempengaruhi *cash flow* perusahaan yang nantinya akan mengganggu jalannya operasi perusahaan, sehingga dapat menyebabkan kesulitan keuangan.

**Tabel 5. Pengujian *Abnormal Return* Pengumuman Dividen Turun Sebelum dan Sesudah Pengumuman Dividen**

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-10	.492	6	.640	.0023000	-.009139	.013739
t-9	-.021	6	.944	-.0000857	-.009979	.009808
t-8	-.487	6	.643	-.0016857	-.010150	.006778
t-7	.510	6	.628	.0020857	-.007924	.012095
t-6	-.885	6	.410	-.0043857	-.016517	.007746
t-5	.985	6	.363	.0039714	-.005892	.013835
t-4	.672	6	.527	.0039857	-.010530	.018501
t-3	-1.241	6	.261	-.0055714	-.016553	.005410
t-2	.438	6	.677	.0011143	-.005110	.007339
t-1	-.490	6	.642	-.0040857	-.024508	.016337
t=0	3.178	6	.019	.0190286	.004377	.033680
t+1	-1.269	6	.252	-.0093429	-.027362	.008676
t+2	.839	6	.434	.0048714	-.009339	.019082
t+3	-.060	6	.954	-.0003286	-.013755	.013097
t+4	-.375	6	.721	-.0013286	-.010007	.007350
t+5	-.514	6	.625	-.0032714	-.018831	.012289
t+6	-.702	6	.509	-.0041143	-.018451	.010222
t+7	1.267	6	.522	.0071714	-.006677	.021020
t+8	-.325	6	.756	-.0012429	-.010587	.008101
t+9	-2.649	6	.038	-.0080000	-.015389	-.000611
t+10	.989	6	.361	.0045143	-.006658	.015687

Sumber : Data olahan SPSS 16

Keterangan : \*signifikan 5%, t-tabel = 2,364624

Pada tabel 5 diatas menyajikan hasil pengujian hipotesis 2 yaitu pengujian reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen untuk pengumuman dividen turun. Pada penelitian ini untuk melihat ada tidaknya peningkatan *abnormal return* yang signifikan pada periode jendela (*event windows*) dengan menggunakan uji *One Sample t-Test*. Berdasarkan tabulasi diatas dapat dilihat selama periode jendela 10 hari sebelum, 10 hari setelah pengumuman dividen dan 1 hari pada saat tanggal pengumuman dividen untuk pengumuman dividen turun, tidak ditemukan adanya reaksi investor yang signifikan selama periode 21 hari periode jendela (*event windows*), baik sebelum pengumuman maupun sesudah pengumuman dividen. Reaksi investor ditandai dengan adanya rata-rata *abnormal return* (AR) dan *p value* < 5%, dan t hitung < t-tabel. Sementara berdasarkan nilai t hitung diketahui bahwa pada selama periode jendela yang menghasilkan reaksi investor *sig.two-tailed* >0,05. Berarti uji *one sampel t-test* menunjukkan hasil yang tidak signifikan secara statistik. Dibuktikan dari tabel diatas bahwa dari periode (t-10) sampai dengan (t+10) atau selama periode jendela 21 hari mempunyai nilai *sig.two-tailed* > 0,05.

Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mengumumkan dividen tidak membawa informasi yang sensitif terhadap investor sehingga pengumuman dividen secara statistik tidak mempengaruhi signifikan terhadap perubahan *abnormal return*. Jadi penelitian ini bertolak belakang dengan taori *divident signaling theory* Yang mendasari bahwa pengumuman dividen merupakan sinyal yang baik bagi investor. Sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Novia Agriani (2011) membuktikan bahwa tidak adanya perubahan *abnormal return* disekitar pengumuman dividen antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

## KESIMPULAN

Penelitian empiris yang dilakukan pada penelitian ini menyediakan bukti dari pengambilan sampel dari Bursa Efek Indonesia terkait dengan reaksi investor terhadap pengumuman dividen naik dan pengumuman dividen turun sebelum dan sesudah pengumuman dividen dengan indikator pengujian yaitu abnormal return (AR) dan Trading Volume Activity (TVA) untuk melihat rasio perubahan harga saham terhadap besarnya dividen yang dibayarkan. Berdasarkan hasil analisis data pada bab 4 dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hasil pengujian terhadap reaksi pasar dengan abnormal return pada pengumuman dividen turun selama (event windows) 10 hari sebelum pengumuman (t-10), 10 hari sesudah pengumuman (t+10) dan 1 hari pengumuman dividen (t=0). Menyatakan tidak adanya perubahan reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman dividen naik baik sebelum maupun sesudah pengumuman dengan tingkat sig.two-tailed > 0,05. Dan t hitung < t tabel. Yang uji dengan uji decriptif statistik dan uji one sample t-test.
2. Hasil pengujian abnormal return dengan uji decriptif statistik dan uji one sample t-test. melihat reaksi pasar dengan abnormal return pada pengumuman dividen turun juga membuktikan hasil yang tidak signifikan terhadap pengumuman dividen turun, yang dibuktikan dengan sig.tw0-tailed > 0,05. Dengan t hitung < t tabel. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman dividen bukan hal informasi yang sensitif bagi investor.
3. Penelitian ini bertolak belakang dengan dividend signalling theory, bahwa pada pembahasan di bab 4 peneliti tidak menemukan adanya perubahan reaksi pasar terhadap pengumuman dividen, baik pengumuman dividen turun maupun pengumuman dividen naik. Penelitian ini didukung oleh irrelevance theory bahwa kebijakan pengumuman dividen tidak membawa apa-apa bagi nilai perusahaan, terhadap peningkatan atau penurunan dividen.
4. Pada penelitian ini yang menjadi gambaran bahwa efisiensi pasar modal setengah kuat tidak terwujud, karena asumsi pasar modal setengah kuat bukan hanya mencerminkan harga-harga diwaktu lalu, tetapi juga informasi yang dipublikasikan.
5. Penelitian ini didukung penelitian oleh Novia Agriani (2011) yaitu tidak adanya perubahan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman dividen yang di ukur dengan abnormal return dan trading volume activity (TVA).

## DAFTAR PUSTAKA

- Anindhita, Galih. 2010. *Analisis Reaksi Pasar Atas Pengumuman Dividen Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date*. (Skripsi) universitas diponegoro.
- Anoraga, Panji dan Piji Pakarti, 2001. *Pengantar Pasar Modal*, PT. Rineka Cipta, Jakarta
- Apriani, Lisa. 2005. Reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan/penurunan dividen (studi empiris pada perusahaan utilitas public dan perusahaan dalam industri tidak diregulasi). *Simposium Nasional Akuntansi viii solo 15-16 september 2005*.
- Cahyati, Karina. 2008. *Analisis faktor yang mempengaruhi dividen per share pada perusahaan di Bursa Efek (skripsi)*. Universitas Islam Indonesia
- Dipura, Sumarta. 2005. *Analisis Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur (Skripsi)*. Universitas Islam Indonesia
- Femmyl, Idham. 2007. *Reaksi harga saham terhadap perubahan deviden tunai di Bursa Efek Jakarta (skripsi)*. Universitas Islam Indonesia
- Hartadi, happy s. 2006. *Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi dividen payout ratio pada Perusahaan Go Public yang listed di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Islam Indonesia
- Husnan, suad. 2009. *Analisis pasar dan sekuritas indonesia*. Yogyakarta. UPP AMP YKPN

- Jogiyanto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta. BPFE
- Jogiyanto, H.M.2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. Jakarta.Gramedia
- Marfuah. 2006. Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia*.
- Rosie Yuni,Dianasari. 2010. *Pengaruh Pengumuman Laba dan Dividen Terhadap Volume Perdagangan Saham Pada perusahaan yang Sahamnya Masuk Dalam Jakarta Islamic Index*. (Skripsi) Universitas Islam Indonesia.
- Setiarini, Aprilia. 2006. *Korelasi Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Perusahaan Tumbuh dan Tidak Bertumbuh Terhadap Abnormal Return Perusahaan* (Skripsi). Universitas Islam Indonesia
- Undang – undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995
- Wibawa, Nugraha. 2006. *Analisis pengaruh pengumuman dividen terhadap return saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Islam Indonesia