

PENGARUH RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN DAN PENGELUARAN MODAL TERHADAP *EARNINGS RESPONSE COEFFICIENTS* (ERC) DENGAN ARUS KAS BEBAS SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

OLEH: NUGRAHANI RISMA WIJAYANTI DAN SUPATMI
Alumnus dan Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Satya Wacana

ABSTRACT

The purpose of this study is to obtain empirical evidence whether dividend payout ratio and capital expenditure influenced to earnings response coefficients (ERC) with free cash flow as a moderating variable. The sample is drawn by a purposive sampling technique from whole companies listed in BEJ, except financial companies. This study had been done for 3 years, 2003-2005, and obtained 31 companies fulfilled criteria as sample. Examination of hypothesis used multiple-regression analysis with significant level about 5%. This study provides empirical evidence that free cash flow hasn't impact on influence dividend payout ratio to ERC, and free cash flow also hasn't impact on influence capital expenditure to ERC.

Keyword: Free Cash Flow, Dividend Payout Ratio, Capital Expenditure, Earnings Response Coefficients

PENDAHULUAN

Tujuan investor melakukan investasi di pasar modal adalah untuk memperoleh tingkat pengembalian (*return*) yang memadai di masa yang akan datang. Bila investasi dilakukan dalam bentuk saham, *return* tersebut dapat berupa dividen dan (atau) *capital gain*. Dalam mengambil keputusan investasi, investor yang rasional akan mendasarkan pada informasi, baik yang bersifat keuangan maupun non keuangan. Informasi yang dibutuhkan investor adalah informasi yang relevan untuk menentukan prospek perusahaan di masa depan. Sampai saat ini, laporan keuangan masih digunakan sebagai salah satu sumber informasi yang sangat penting peranannya bagi investor. Dari informasi yang ada dalam laporan keuangan, laba akuntansi sering dianggap relevan untuk menilai prospek perusahaan di masa depan.

Laba akuntansi merupakan salah satu elemen laporan keuangan yang dianggap penting karena merupakan cerminan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dipercayakan kepadanya (SAK, 2004). Laba akuntansi mempunyai kandungan informasi yang penting karena digunakan oleh

pihak manajemen untuk menyampaikan informasi mengenai kinerja dan prospek perusahaan di masa depan. Laba akuntansi juga digunakan untuk menilai prospek *cash flow* dari investasi yang ditanamkan dalam suatu perusahaan. Besar kecilnya *earnings* yang dilaporkan, dipercaya dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memberikan *cash flow* di masa depan. Laporan keuangan yang berkualitas dapat menunjukkan laba akuntansi yang berkualitas, yaitu laba akuntansi yang mencerminkan kinerja perusahaan yang sebenarnya.

Asumsi yang mendasari penelitian ini adalah bahwa investor merespon secara berbeda terhadap informasi laba akuntansi yang berbeda sesuai dengan kualitas informasi laba tersebut. Semakin berkualitas laba akuntansi maka semakin tinggi respon investor. Keputusan ekonomi yang dibuat oleh pelaku pasar berdasarkan informasi yang diperoleh dari laporan keuangan biasanya tercermin dalam tindakan pelaku pasar yang disebut dengan reaksi pasar. Respon pasar atas informasi tentang laba akuntansi yang dilihat dari sensitivitas perubahan harga saham inilah yang disebut

sebagai *earnings response coefficients* (ERC) (Beaver dalam Setiati dan Wijaya, 2004).

Salah satu informasi yang direspon pasar adalah pengumuman pembayaran dividen. Penelitian yang berhubungan dengan pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman pembayaran dividen telah banyak dilakukan dan menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Charest (1978) dalam Uyara dan Tuasikal (2002) menunjukkan bahwa *return* saham negatif ketika perusahaan mengurangi dividen dan *return* saham positif ketika perusahaan menaikkan dividen. Kallapur (1994) menunjukkan bahwa reaksi harga saham yang diukur dengan *earnings response coefficients* berhubungan positif dengan rasio pembayaran dividen. Namun, Bukit dan Hartono (2000) menemukan bahwa tidak ada reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen. Watts (1973) dalam Widayanti dan Rita (2004) kembali menemukan bahwa perubahan dividen hanya sedikit membawa informasi tentang laba masa depan perusahaan dan tidak ditemukan ada *abnormal return* di sekitar pengumuman dividen.

Selain pengumuman dividen, informasi tentang pengeluaran modal yang dilakukan oleh emiten juga direspon oleh pasar. Adanya pengeluaran modal diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan laba yang akan diperoleh di masa depan sehingga direspon positif oleh investor. Voght (1997) sebagaimana dikutip oleh Uyara dan Tuasikal (2002) menemukan bahwa harga saham perusahaan yang mempunyai peluang investasi yang dapat mendatangkan keuntungan bereaksi positif ketika ada pengumuman keputusan pengeluaran modal. Sementara penelitian Szewczyk *et al.* (1996) menunjukkan bahwa *return* saham negatif ketika perusahaan yang mempunyai peluang investasi rendah mengumumkan pengeluaran riset dan pengembangan.

Respon pasar atas informasi tentang pengumuman dividen dan pengeluaran modal diduga ikut dipengaruhi besarnya arus kas bebas yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki arus kas bebas mempunyai dua pilihan untuk memperlakukannya, yaitu membayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham atau

menginvestasikan kembali pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan. Jensen (1986) dalam Uyara dan Tuasikal (2002) menjelaskan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas bebas, biasanya manajer perusahaan tersebut mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikan sebagai dividen. Semakin besar arus kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham mengindikasikan besarnya perhatian manajer kepada kesejahteraan pemegang saham. Beberapa penelitian menemukan bahwa arus kas bebas yang dibayarkan sebagai dividen direspon positif oleh pasar, antara lain penelitian Kallapur (1994); Mande (1994); Voght dan Vu (2000) dalam Uyara dan Tuasikal (2002). Penelitian Uyara dan Tuasikal (2002) menemukan bahwa ERC akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai arus kas bebas besar. Namun arus kas bebas tidak ditemukan memoderasi hubungan pengeluaran modal dengan ERC.

Penelitian ini menguji pengaruh rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal terhadap ERC dengan arus kas bebas sebagai variabel pemoderasi, seperti penelitian yang dilakukan oleh Uyara dan Tuasikal (2002). Uyara dan Tuasikal (2002) menggunakan periode penelitian di masa sebelum krisis moneter melanda Indonesia, yaitu 1993–1996, sedangkan penelitian ini menggunakan data tahun 2003–2005 yaitu saat ekonomi Indonesia relatif stabil. Adanya perbedaan dimensi waktu penelitian diduga ikut mempengaruhi hasil penelitian sehingga dapat memperkaya teori yang ada.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Earnings Response Coefficients (ERC)

Cho dan Jung (1991) sebagaimana dikutip oleh Dewi (2003) mendefinisikan koefisien respon laba akuntansi (*earnings response coefficients-ERC*) sebagai pengaruh setiap dolar laba kejutan (*unexpected earnings*) terhadap *return* saham, yang ditunjukkan melalui *slope coefficient* dalam regresi *abnormal return* saham dengan *unexpected earnings*. Beaver (1968) dalam Setiati dan Wijaya (2004)

mengemukakan bahwa ERC merupakan sensitivitas perubahan harga saham terhadap perubahan laba akuntansi.

Selama ini penelitian mengenai ERC selalu dikaitkan dengan faktor-faktor yang ditemukan mempengaruhi ERC. Dua faktor di antaranya adalah rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal. Namun seberapa kuat pengaruh kedua faktor tersebut diduga dipengaruhi oleh besaran arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan.

Arus Kas Bebas

Arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2000). Arus kas bebas dapat digunakan untuk membeli kembali saham (*share repurchase*), membayar dividen, mengakuisisi perusahaan lain, membayar hutang, atau untuk investasi dalam sekuritas. Arus kas bebas dapat bernilai negatif pada perusahaan yang mempunyai investasi lebih besar dari laba operasinya. Jika arus kas bebas bernilai negatif, maka dibutuhkan penanaman kas ke dalam operasi melalui penjualan *financial asset* atau dilakukan pinjaman atau utang (Nurwahyudi dan Mardiyah, 2004).

Arus kas bebas biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterimanya. Tetapi pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Jensen (1986) dalam Uyara dan Tuasikal (2002) memprediksi bahwa harga saham akan meningkat jika perusahaan membayar atau berjanji untuk membayar kelebihan kas tersebut kepada pemegang saham. Sebaliknya harga saham akan turun jika perusahaan tidak membagikan atau menginvestasikan kembali kelebihan kas tersebut. Oleh karena itu, penggunaan arus kas bebas memiliki dua kemungkinan, yaitu seiring atau bertentangan dengan keinginan pemegang saham.

Hubungan Rasio Pembayaran Dividen, ERC dan Arus kas bebas

Dividen merupakan hasil yang diperoleh investor atas investasi modalnya dalam bentuk saham. Gallagher *et al.* (1997) dalam Kusumawati (2001) mendefinisikan dividen sebagai pembayaran kas oleh perusahaan kepada pemegang saham. Dalam membagikan dividen, perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan reinvestasi dalam perusahaan.

Menurut Lufti (2007) bentuk efisiensi pasar di BEJ (sekarang BEI) adalah dalam bentuk semi kuat (*semi strong form*), sebagai bukti adanya pengaruh informasi internal yang digunakan oleh individu tertentu untuk bertindak dalam pasar, salah satunya adalah pengumuman dividen. Hasil penelitian Setyawasih (2004) menemukan bahwa peningkatan harga saham sebelum pengumuman, kebocoran informasi, risiko sistematis, *dividend yield* dan perubahan dividen kas sebelum pengumuman berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* (CAR). Sehingga jika efisiensi pasar berbentuk semi kuat, harga saham seharusnya bereaksi dengan cepat begitu muncul informasi baru. Efisiensi pasar semi kuat dapat juga digunakan untuk menguji apakah informasi tertentu relevan. Jika harga saham tidak berubah ketika informasi baru diluncurkan atau sesudahnya, ditaksirkan bahwa berita tersebut tidak mengandung informasi yang relevan.

Informasi publikasi dividen akan memicu investor untuk melakukan evaluasi yang mempengaruhi keputusan membeli atau menjual saham. Jika para investor menilai bahwa publikasi dividen bersinyal positif, maka investor mengambil posisi beli sehingga memicu kenaikan harga saham. Tetapi jika investor menilai publikasi dividen bersinyal negatif, maka mereka akan menjual saham yang dimiliki dan menyebabkan penurunan harga saham. Dengan demikian publikasi dividen dapat menyebabkan reaksi pasar. Reaksi pasar ini dapat dinyatakan dengan ukuran AR (*abnormal return*).

Hasil penelitian Healy dan Palepu (1988), Michaely *et al.* (1995) dan Kartini (2001) dalam Widayanti dan Rita (2004) menunjukkan bahwa kenaikan dividen sering diikuti dengan kenaikan

harga saham. Menurut teori *signalling*, pasar menganggap peningkatan dividen sebagai sinyal peningkatan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa depan. Peningkatan dividen dapat dianggap sebagai sinyal keuntungan perusahaan. Namun perusahaan dapat meningkatkan pembayaran dividen jika arus kas yang ada di perusahaan mencukupi.

Hasil penelitian Widayanti dan Rita (2004) menunjukkan bahwa reaksi pasar (yang diprosikan dengan *abnormal return*) terhadap pengumuman perusahaan yang menetapkan kebijakan membayar dividen pertama kali (*dividend initiations*), berpengaruh positif signifikan di seputar hari pengumuman hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Kallapur (1994) menguji rasio pembayaran dividen sebagai penjelas atas ERC dihubungkan dengan teori aliran kas bebas yang dikemukakan Jensen. Kallapur memakai rasio pembayaran dividen sebagai variabel bebas dan ERC sebagai variabel terikat serta persistensi laba dan tingkat bunga bebas risiko sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian menemukan bahwa *dividend payout* berpengaruh positif terhadap ERC.

Vogt dan Vu (2000) dalam Uyara dan Tuasikal (2002) menguji dampak aliran kas bebas terhadap hubungan dividen dan pengeluaran modal dengan *return* saham dalam jangka panjang. Dengan mengelompokkan 365 perusahaan berdasarkan besarnya aliran kas bebas dan *Tobin's Q* yang terangkai dari yang terbesar, sedang, dan kecil, mereka menemukan bahwa *abnormal return* saham untuk perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas tinggi, lebih besar dibandingkan dengan *abnormal return* perusahaan dengan aliran kas bebas pada saat pengumuman dividen.

Sedangkan penelitian Uyara dan Tuasikal (2002) dengan menggunakan data 1993–1996 menemukan bahwa arus kas bebas sebagai variabel moderasi dalam hubungan rasio pembayaran dividen dengan ERC. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ERC akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas besar, sesuai dengan teori aliran kas bebas menurut Jensen.

Berdasarkan uraian di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Makin tinggi arus kas bebas maka makin kuat pengaruh positif rasio pembayaran dividen terhadap *earnings response coefficients*.

Hubungan Pengeluaran Modal, ERC dan Arus kas bebas

Pengeluaran modal merupakan penggolongan biaya berdasarkan pada periode akuntansi atau berhubungan dengan masa manfaat. Pengeluaran modal (*capital expenditure*) adalah biaya-biaya yang dikeluarkan yang manfaatnya dinikmati oleh lebih dari satu periode akuntansi (biaya satu tahun).

Penemuan kebijakan pendanaan dan dividen menurut Barclay *et al.* (1998) dalam Christina (2005) berkaitan dengan masalah arus kas bebas perusahaan. Jika perusahaan membayar dividen kas lebih rendah maka perusahaan memiliki laba ditahan yang cukup untuk pengeluaran modal (ekspansi) perusahaan. Dengan pengeluaran modal maka diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan dalam jangka panjang, yang pada akhirnya diharapkan dapat meningkatkan laba di masa yang akan datang, sehingga akan direspon positif oleh investor.

Collins dan Kothari (1989) memberikan bukti hubungan antara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan ERC. Mereka menemukan bahwa tingkat pertumbuhan mempunyai hubungan positif dengan ERC. Perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh lebih besar akan memiliki ERC tinggi. Kondisi ini menunjukkan makin besar kesempatan tumbuh perusahaan akan makin tinggi kesempatan perusahaan memperoleh laba di masa depan yang lebih tinggi.

Szewczyk *et al.* (1996) sebagaimana dikutip oleh Uyara dan Tuasikal (2002) menemukan bahwa *return* saham negatif ketika perusahaan yang mempunyai peluang investasi rendah dan mempunyai arus kas bebas kecil mengumumkan pengeluaran riset dan pengembangan. Selanjutnya penelitian Jones (dalam Uyara dan Tuasikal, 2002) yang menguji reaksi pasar saham atas pengumuman investasi perusahaan menemukan bahwa *abnormal return* perusahaan pada saat pengumuman investasi

positif tetapi sangat kecil. Jones juga menunjukkan bahwa distribusi data *abnormal return* positif sama banyaknya dengan distribusi *abnormal return* negatif.

Penelitian Uyara dan Tuasikal (2002) menemukan bahwa pengeluaran modal secara mandiri tidak dapat menjelaskan variasi ERC. Arus kas bebas juga ditemukan secara signifikan tidak memoderasi hubungan pengeluaran modal dengan ERC. Namun hal ini bukan berarti bahwa pengeluaran modal tidak mempunyai kandungan informasi atau aliran kas bebas tidak dapat memoderasi hubungan pengeluaran modal dengan ERC. Ada dugaan hal ini disebabkan perioda pengamatan yang pendek, di mana sebagaimana dikatakan Voght dan Vu (2000) sebagaimana dikutip oleh Uyara dan Tuasikal (2002) bahwa perioda pengamatan yang panjang akan memberikan hasil yang lebih baik bila dibandingkan dengan perioda pengamatan yang lebih pendek.

Berdasarkan uraian di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_2 : Makin rendah arus kas bebas maka makin kuat pengaruh negatif pengeluaran modal terhadap *earnings response coefficients* .

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel meliputi:

1. Perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari periode 2003-2005, kecuali lembaga keuangan.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan selama 3 tahun berturut-turut dan membagikan deviden kas 3 tahun berturut-turut selama tahun 2003-2005.
3. Perusahaan yang mempunyai data laporan keuangan lengkap.
4. Terdapat tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan.

5. Perusahaan yang memiliki *return* saham harian selama periode jendela 7 hari, yaitu 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman laporan keuangan.

Berdasar kriteria tersebut, diperoleh 31 perusahaan sampel sebagaimana yang dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel-1
Pengambilan Sampel Penelitian

<i>Keterangan</i>	<i>Jumlah</i>
Perusahaan yang terdaftar di BEJ selain lembaga keuangan selama periode 2003-2005	310 (267)
Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan dan tidak membagikan deviden kas selama 3 tahun berturut-turut selama tahun 2003-2005	(4) (2)
Perusahaan yang tidak mempunyai data laporan keuangan lengkap	(6)
Perusahaan yang tidak terdapat tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan	
Perusahaan yang <i>return</i> sahamnya tidak lengkap selama periode jendela 7 hari, yaitu 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman laporan keuangan	
Sampel penelitian	31

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), Pusat Data FE-UKSW, dan *Website* BEJ (www.jsx.co.id). Data yang digunakan meliputi :

1. Data laporan keuangan meliputi *dividend payout ratio*, total aktiva, total hutang, arus kas operasi, aktiva tetap, dan *profit after tax*.
2. Data harga saham penutupan harian untuk masing-masing perusahaan dalam sampel penelitian selama periode jendela 7 hari, yaitu 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman laporan keuangan.
3. Data IHSG selama periode jendela 7 hari, yaitu 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman laporan keuangan.

Definisi dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang merupakan proksi harga saham yang menunjukkan besarnya respon pasar terhadap laporan keuangan yang dipublikasikan

(Mayangsari, 2004). Penelitian ini menggunakan *market adjusted model*. *Market adjusted model* menganalisis *abnormal return* kumulatif di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan. Penelitian ini menggunakan periode jendela selama 7 hari yaitu 3 hari sebelum sampai 3 hari sesudah pengumuman laporan keuangan. CAR dihitung dengan rumus:

$$CAR_{I(-3+3)} = \sum_{t=-3}^{+3} AR_{it} \quad \text{dimana}$$

$$AR_{it} = R_{it} - Rm_{it}$$

Keterangan :

$CAR_{I(-3+3)}$ = *Cumulative abnormal return* perusahaan *i* selama periode pengamatan ± 3 hari dari tanggal publikasi laporan keuangan.

AR_{it} = *Abnormal return* perusahaan *i* pada hari *t*

R_{it} = *Return* sesungguhnya perusahaan *i* pada hari *t*

Rm_{it} = *Return* pasar pada hari *t*

Return sesungguhnya (R_{it}) dan *return* pasar dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \text{dan}$$

$$Rm_{it} = \frac{(IHSG_{it} - IHSG_{it-1})}{IHSG_{it-1}}$$

Keterangan :

R_{it} = *Return* sesungguhnya perusahaan *i* pada hari *t*

P_{it} = Harga penutupan saham perusahaan *i* pada hari *t*

P_{it-1} = Harga penutupan saham perusahaan *i* pada hari *t-1*

Rm_{it} = *Return* pasar pada hari *t*

$IHSG_{it}$ = Indeks harga saham gabungan pada hari *t*

$IHSG_{it-1}$ = Indeks harga saham gabungan pada hari *t-1*

Variabel Independen

a. *Unexpected earnings (UE)*

Unexpected earnings (UE) atau laba kejutan adalah selisih antara laba sesungguhnya dengan laba ekspektasian (Butar-butur, 2002). *Unexpected earnings (UE)* merupakan proksi laba akuntansi yang menunjukkan hasil kinerja perusahaan selama periode tertentu yang dihitung dengan rumus:

$$UE_{it} = \frac{(E_{it} - E_{it-1})}{|E_{it-1}|}$$

Keterangan :

UE_{it} = Laba kejutan perusahaan *i* pada periode *t*

E_{it} = *Earnings* perusahaan *i* pada periode *t*

E_{it-1} = *Earnings* perusahaan *i* pada periode *t-1*

b. *Rasio Pembayaran Dividen*

Rasio pembayaran dividen dihitung dengan cara dividen kas yang dibayarkan dibagi dengan laba bersih.

c. *Pengeluaran Modal*

Pengeluaran modal perusahaan diukur dengan cara mengurangkan nilai aktiva tetap akhir periode dengan nilai aktiva tetap awal periode.

Variabel Moderasi

Arus kas bebas sebagai variabel moderasi dihitung sebagai berikut:

$$FCF = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan :

FCF = Arus kas bebas (*free cash flow*)

AKO_{it} = Aliran kas operasi perusahaan *i* pada periode *t*

NWC_{it} = Modal kerja bersih perusahaan *i* pada periode *t*, dimana modal kerja bersih ini diperoleh dengan cara mengurangkan total nilai aktiva lancar dengan total kewajiban lancar.

PM_{it} = Pengeluaran modal perusahaan *i* pada periode *t*

Tenik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda dengan formula sebagai berikut:

Hipotesis 1

$$CAR = a + b_1 RPD + b_2 UE + b_3 FCF + b_4 RPDUE + b_5$$

Hipotesis 2

$$CAR = a + b_1 PM + b_2 UE + b_3 FCF + b_4 PMUE + b_5 FCFUE + b_6 PMFCFUE + e$$

Keterangan :

CAR = *Cumulative abnormal return*

RPD = Rasio pembayaran dividen

UE = *Unexpected earnings*

PM = Pengeluaran modal

FCF = Arus kas bebas

RPDUE = Interaksi antara rasio pembayaran dividen dengan *unexpected earnings*

PMUE = Interaksi antara pengeluaran modal dengan *unexpected earnings*

FCFUE = Interaksi antara arus kas bebas dengan *unexpected earnings*

RPDFCFUE = Interaksi antara rasio pembayaran dividen, arus kas bebas, dan *unexpected earnings*

PMFCFUE = Interaksi antara pengeluaran modal, arus kas bebas, dan *unexpected earnings*

a = *Konstanta*

b_{1-6} = *Koefisien regresi*

e = *Error*

Uji statistik t digunakan untuk menunjukkan apakah hipotesis empiris diterima atau ditolak. Hipotesis statistik disusun sebagai berikut:

H1 $H_0 : b_6 = 0$ $H_a : b_6 > 0$

H2 $H_0 : b_6 = 0$ $H_a : b_6 < 0$

Namun sebelum dilakukan uji regresi di atas, terlebih dahulu akan dilakukan uji data untuk memenuhi prasyarat penggunaan regresi OLS (*ordinary least squares*) meliputi uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolinearitas.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN Statistik Deskriptif

Tabel di bawah ini merupakan deskripsi secara umum data-data penelitian pada masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel-2
Statistik Deskriptif Data Penelitian

Varia bel	Min	Max	Mean	Std. Dev
RPD	0.220	172.510	39.092	33.716
PM	-	1,056,345,00	149,488,	303,605,837,
FCF	35,238,00	0,000	225,806	914
CAR	0,000	584,028,000,	-	845,190,808,
UE	-	000	481,294,	091
	3,334,272,	0.135	322,580	0.045
	000,000	1.732	0.011	0.748
	-0.070		0.236	
	-2.289			

Sumber : Data diolah (2007)

Berdasar tabel di atas rata-rata rasio pembayaran deviden (RDP) adalah sebesar 39,09 yang berarti besarnya dividen kas yang dibayarkan hanya 39% dari total laba bersih yang dimiliki perusahaan sampel. Berdasar batasan rata-rata ini terdapat 12 perusahaan sampel yang memiliki nilai rasio pembayaran dividen di atas rata-rata, dan 19 perusahaan di bawah rata-rata sampel. Banyaknya perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen di bawah rata-rata sampel dapat mengurangi respon positif pasar terhadap rasio pembayaran deviden, sehingga akan mengurangi (bahkan mungkin bisa meniadakan) kekuatan hubungan respon pasar dengan rasio pembayaran deviden.

Rata-rata pengeluaran modal (PM) perusahaan sampel adalah 149,488 milyar dengan standar deviasi yang sangat tinggi. Dengan nilai rata-rata tersebut diketahui sebanyak 7 perusahaan yang memiliki pengeluaran modal di atas rata-rata sampel dan 24 perusahaan di bawah rata-rata sampel. Banyaknya perusahaan yang memiliki pengeluaran modal kurang dari rata-rata pengeluaran modal perusahaan sampel dapat meningkatkan respon pasar jika rendahnya pengeluaran modal disebabkan karena disisihkannya sebagian dana perusahaan untuk dibagi kepada pemilik saham. Namun jika pengeluaran modal yang rendah disebabkan karena perusahaan kesulitan dana, maka kemungkinan dampak yang terjadi adalah sebaliknya.

Arus kas bebas (FCF) merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada asset tetap. Berdasar tabel 2

dapat dilihat sebagian besar perusahaan sampel memiliki nilai arus kas bebas yang negatif. Nilai arus kas bebas yang negatif menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai investasi lebih besar dari laba operasinya. Rata-rata arus kas bebas yang negatif tersebut dapat berdampak pada rendahnya respon pasar terhadap saham, atau dapat melemahkan hubungan respon pasar dengan besar kecilnya arus kas bebas.

Cumulative Abnormal Return (CAR) merupakan proksi harga saham yang menunjukkan besarnya respon pasar terhadap laporan keuangan yang dipublikasikan. Nilai CAR dalam penelitian ini merupakan nilai rata-rata CAR selama tiga tahun pada tanggal pengamatan. Berdasarkan rata-rata diketahui terdapat 15 perusahaan yang memiliki CAR di atas rata-rata dan 16 perusahaan di bawah rata-rata sampel. Rata-rata *unexpected earnings* (UE) perusahaan sampel bernilai positif yang berarti laba sesungguhnya lebih tinggi dari laba ekpektasian. Sebagian besar perusahaan sampel memiliki *unexpected earnings* bernilai positif dan hanya ada 6 perusahaan yang memiliki *unexpected earnings* negatif.

Dari uraian tersebut, ditemukan indikasi awal hubungan variabel-variabel bebas yang diamati dengan variabel terikatnya adalah lemah. Secara umum banyak perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal di bawah rata-rata sampel, arus kas bebas yang rendah, dan berujung pada CAR yang rendah.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi OLS (*ordinary least squares*). Penggunaan regresi OLS mensyaratkan data harus lolos uji normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas, dan autokorelasi. Hasil uji normalitas data dengan Kolmogorov-Smirnov Test menunjukkan tidak ada masalah normalitas data. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan ada gejala multikolinearitas data karena nilai *tolerance* yang kurang dari 0,10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) lebih dari 10. Adanya masalah multikolinearitas pada kedua uji hipotesis sulit untuk dihindarkan karena adanya variabel moderasi pada kedua pengujian tersebut yang merupakan interaksi variabel independen.

Sedangkan multikolinearitas itu sendiri merupakan gejala berkorelasinya variabel independen. Dengan demikian, adanya interaksi dua atau lebih variabel independen secara otomatis akan terjadi korelasi variabel independen dengan variabel moderasi, sehingga menimbulkan masalah multikolinearitas.

Hasil uji heteroskedastisitas dengan grafik *scatterplot* menunjukkan tidak adanya pola yang jelas dalam gambar tersebut, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Sedangkan hasil uji autokorelasi dengan Durbin Watson Test diketahui bahwa nilai DW berada diantara $4 - d_u \leq dw \leq 4 - d_l$. Dengan demikian tidak dapat diambil kesimpulan (*No Decision*) dari uji autokorelasi, apakah terdapat masalah autokorelasi atau tidak. Untuk lebih memastikan apakah ada masalah autokorelasi data, maka data tersebut diuji kembali menggunakan Breusch-Godfrey serial correlation LM test dengan bantuan program *e-views* 3.0. Hasil uji menunjukkan nilai probabilitas untuk persamaan regresi pertama dan ke dua lebih dari 5%, yaitu masing-masing 0,075 dan 0,213. Ini berarti bahwa tidak ada masalah autokorelasi data. Secara lengkap hasil uji syarat penggunaan regresi OLS dapat dilihat di lampiran 1.

Hasil uji regresi untuk pengujian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa makin tinggi arus kas bebas maka akan makin kuat pengaruh positif rasio pembayaran dividen terhadap ERC, adalah sebagai berikut:

Tabel-3
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis I

Variabel	Koefisien	t-value	p-value
(Constant)	-1,45E-02	-1,016	0,320
RPD	6,171E-04	1,870	0,074
UE	-4,56E-03	-0,189	0,852
FCF	6,890E-15	0,641	0,528
RPDUE	3,820E-04	0,493	0,626
FCFUE	-4,52E-14	-0,676	0,506
RPDFCFUE	1,004E-15	0,506	0,618
R = 0,549	R ² = 0,302		
	Sig. =		
F = 1,730	0,157		

Sumber : Lampiran 2

Sebelum dipengaruhi oleh variabel moderasi, diketahui bahwa RPD, UE dan FCF memiliki koefisien regresi yang tidak signifikan, yang ditunjukkan oleh besarnya *p-value* lebih dari 0,05. Artinya bahwa ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap *Commulative Abnormal Return* (CAR) yang merupakan proksi harga saham yang menunjukkan besarnya respon pasar terhadap laporan keuangan yang dipublikasikan (Mayangsari, 2004). Dari tabel tersebut juga dapat dilihat bahwa rasio pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap ERC karena besarnya *p-value* dari variabel interaksi RPDUE lebih dari 0,05.

Diterima atau ditolaknya hipotesis pertama dapat dilihat pada koefisien regresi variabel interaksi RPDFCFUE. Terlihat koefisien regresi tersebut meskipun positif tetapi memiliki signifikansi yang lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa arus kas bebas tidak memoderasi hubungan antara rasio pembayaran dividen dengan ERC. Artinya besar kecilnya kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tidak mampu memperkuat atau memperlemah hubungan rasio pembayaran deviden dengan ERC. Ada kemungkinan, hal ini disebabkan karena pada dasarnya rasio pembayaran deviden tidak berpengaruh terhadap ERC. Banyaknya sampel yang memiliki arus kas bebas negatif diduga juga mempengaruhi hasil penelitian ini. Perusahaan dengan arus kas bebas negatif menunjukkan bahwa kemungkinan membagikan dividen kas sangat kecil sehingga pasar tidak merespon.

Peneliti menduga tidak berpengaruhnya rasio pembayaran deviden terhadap ERC ada kemungkinan juga disebabkan karena adanya dimensi waktu. ERC lebih ditentukan oleh perubahan harga saham pada tanggal pengamatan yang nantinya akan memunculkan *Abnormal Return*. Nilai ini diamati pada tanggal pelaporan keuangan yaitu 3 hari sebelum sampai 3 hari sesudah pelaporan keuangan. Pada umumnya, jauh hari sebelum laporan keuangan dilaporkan, pemegang saham (pasar) telah menyadari bahwa perusahaan mengalami keuntungan atau kerugian karena ini dapat

dilihat dari indikasi-indikasi yang ditemukan di lapangan. Hal ini sebagai bukti adanya pengaruh informasi internal yang digunakan oleh individu tertentu untuk bertindak dalam pasar karena adanya kebocoran informasi dari perusahaan. Sehingga ketika laporan keuangan resmi dilaporkan, maka dampak terhadap harga saham kurang terasa, bahkan mungkin tidak berpengaruh sama sekali. Hal ini menyebabkan nilai *abnormal return* yang rendah (bahkan bisa jadi tidak ada *abnormal return*), sehingga tidak mempengaruhi ERC.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kallapur (1994), Voght dan Vu (2000) dalam Uyara dan Tuasikal (2002), serta Widayanti dan Rita (2004). Hasil penelitian ini juga tidak berhasil mendukung penelitian Uyara dan Tuasikal (2002) yang menggunakan menemukan bahwa ERC akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas besar, sebagaimana teori aliran kas bebas menurut Jensen.

Sedangkan hasil uji regresi untuk pengujian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa makin rendah arus kas bebas maka makin kuat pengaruh negatif pengeluaran modal terhadap ERC adalah sebagai berikut:

Tabel- 4
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis II

Variabel	Koefisien	t-value	p-value
(Constant)	0,01387	1,403	0,173
PM	-1,3E-13	-1,664	0,109
UE	0,02277	1,420	0,168
FCF	-1,9E-14	-0,897	0,378
PMUE	4,69E-14	0,319	0,751
FCFUE	5,85E-14	1,226	0,232
PMFCFUE	-9,8E-26	-1,059	0,299
R = 0,443	R ² = 0,196		
F = 0,974	Sig. = 0,464		

Sumber : Lampiran 3

Seperti juga pada pengujian hipotesis pertama, pada pengujian hipotesis kedua diketahui bahwa PM, UE dan FCF memiliki koefisien regresi yang tidak signifikan, yang ditunjukkan oleh besarnya *p-value* lebih dari 0,05. Artinya bahwa ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap *Cumulative*

Abnormal Return (CAR) merupakan proksi harga saham yang menunjukkan besarnya respon pasar terhadap laporan keuangan yang dipublikasikan (Mayangsari, 2004). Dari tabel tersebut terlihat bahwa rasio pengeluaran modal tidak berpengaruh terhadap ERC dengan besarnya *p-value* dari variabel interaksi PMUE lebih dari 0,05.

Diterima atau ditolaknya hipotesis kedua dapat dilihat pada koefisien regresi variabel interaksi PMFCFUE. Pada variabel PMFCFUE terlihat nilai *p-value* yang diperoleh adalah 0,299 yang berarti koefisien regresi variabel PMFCFUE tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam penelitian ini variabel arus kas bebas juga tidak memoderasi hubungan pengeluaran modal dengan ERC. Artinya besar kecilnya kas yang tersedia untuk pemegang saham tidak berdampak apapun terhadap hubungan pengeluaran modal dengan ERC.

Ditolaknya hipotesis ke dua ini diduga karena pengeluaran modal memang tidak berpengaruh terhadap ERC. Alasan lainnya, ada kemungkinan karena perusahaan tidak memiliki kas cukup untuk didistribusikan kepada pemegang saham. Hal ini ditunjukkan oleh negatifnya nilai arus kas bebas pada sejumlah perusahaan sampel. Kas yang ada mungkin digunakan perusahaan untuk melakukan investasi. Ini mengindikasikan bahwa perusahaan lebih mementingkan tingkat pertumbuhan perusahaan dibandingkan pembagian kas kepada pemegang saham. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi diharapkan dapat meningkatkan laba di masa yang akan datang sehingga akan merespon positif oleh investor. Investasi yang dimaksud tidak lain adalah pengeluaran modal itu sendiri. Secara otomatis ketika perusahaan melakukan pengeluaran modal maka aliran kas bebas berkurang. Idealnya pasar akan merespon negatif sehingga harga saham akan turun. Tetapi informasi ini pada umumnya sudah diketahui oleh investor sebelum tanggal pelaporan, sehingga pada saat pelaporan keuangan, dampak informasi tersebut sudah tidak terlalu besar.

Hasil penelitian tidak mendukung hasil penelitian Szewzyk *et al.* (1996), Voght (1997) dan Jones (2000) sebagaimana dikutip oleh

Uyara dan Tuasikal (2002). Namun penelitian sejalan dengan hasil penelitian Uyara dan Tuasikal (2002) yang menemukan bahwa pengeluaran modal secara mandiri tidak dapat menjelaskan variasi ERC. Slope koefisiennya tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa pengeluaran modal berhubungan negatif dengan harga saham (diukur dengan ERC). Dengan adanya moderasi aliran kas bebas, ternyata pengeluaran modal tidak mampu dapat menjelaskan variasi ERC.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis dan pembahasan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa makin tinggi arus kas bebas maka makin kuat pengaruh positif rasio pembayaran dividen terhadap ERC, tidak berhasil dibuktikan. Penelitian ini juga gagal membuktikan bahwa makin rendah arus kas bebas maka makin kuat pengaruh negatif pengeluaran modal terhadap ERC. Ini menunjukkan bahwa arus kas bebas tidak memoderasi hubungan rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan ERC.

Rendahnya nilai R^2 dalam penelitian ini menunjukkan masih banyak variabel lain yang mempengaruhi ERC. Penelitian mendatang dapat memasukkan faktor-faktor pengontrol ERC yang lain, seperti persistensi laba, prediktabilitas laba, pertumbuhan laba, risiko perusahaan dan efek industri agar memberikan hasil yang lebih baik.

REFERENSI

- Bukit, Rina Br dan Jogiyanto Hartono (2000), "Market Reactions to Dividend Initiations and Dividend Omissions. Empirical Study on Jakarta Stock Exchange," *Symposium Nasional Akuntansi III*, pp. 931 – 955.
- Butar-butur, Sansaloni (2002), "Tingkat Risiko, Jenis Industri dan Ukuran Perusahaan : Suatu Kajian Tentang Earnings Response Coefficients," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol.5 No.2, (Juli), pp. 231 – 243.
- Christina, Selly (2005), *Pengaruh Persistensi Laba, Pertumbuhan, Risiko Sistematis, Struktur Modal dan Skala Perusahaan*

- terhadap *Earnings Response Coefficients*, Skripsi Program S1 Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Satya Wacana (tidak dipublikasikan).
- Collins, D.W. and S.P. Kothari (1989), "An Analysis of In Temporal and Cross Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, 11, pp. 143-182.
- Dewi, Ratna (2003), "Pengaruh Konservatisme Laporan Keuangan Terhadap Earnings Response Coefficients," *Simposium Nasional Akuntansi VI*, pp. 507-520.
- Ghozali, Imam (2005), *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ikatan Akuntan Indonesia (2004), *Standar Akuntansi Keuangan per 1 Oktober 2004*, Salemba Empat, Jakarta.
- Kallapur, Sanjay (1994), "Dividend Payout Ratio as Determinants of Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, pp. 359-75.
- Kusumawati, Meita (2002), *Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya terhadap Rasio Pembayaran Dividen*, Skripsi Program S1 Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Satya Wacana (tidak dipublikasikan).
- Lev, B. (1989), "On Usefulness of Earnings : Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, 27, pp. 153 – 192.
- Lufti, Muslich (2007), "Pengaruh Faktor Fundamental dan Teknikal Terhadap Efisiensi Pasar dalam Menentukan Nilai Pasar Saham Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Bursa Efek Jakarta," <http://adln.lib.unair.ac.id> , 10 Mei 2007.
- Mayangsari, Sekar (2002), "Bukti Empiris Pengaruh Spesialisasi Industri Auditor terhadap Earnings Response Coefficients," *Simposium Nasional Akuntansi V*, pp. 400 – 423.
- Nurwahyudi, H. dan Aida A. Mardiyah (2004), "Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Utang," *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Vol. No.2 (Agustus) pp. 107–131.
- Ross, Stephen A; Westerfield; Randolph W.; dan B. D. Jordan (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*, 5th Edition, Irwin McGraw-Hill , Boston,.
- Setiati, Fita dan Indra Wijaya (2004), "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba pada Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh," *Simposium Nasional Akuntansi VII*, pp. 915-927.
- Setyawasih, R. (2004), "Uji Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Analisis Shareholder Wealth dan Determinan Abnormal Return," <http://www.pasekon.ui.ac.id/seminar/abstract%204c%201.htm>, 10 Mei 2007.
- Uyara, Ali Sani dan Askam Tuasikal (2002), "Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients," *Simposium Nasional Akuntansi V*, pp. 16-26.
- Widayanti, R.; H. Ekawati; A.D.R. Atahau; U.S. Sucahyo dan M.R. Rita (2006), *Manajemen Keuangan*, Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Satya Wacana, Salatiga.
- Widayanti, R. dan M.R. Rita (2004), "Reaksi Pasar dan Pertumbuhan Investasi Perusahaan yang Mengumumkan *Dividend Initiations* dan *Dividend Omissions*," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. X No.1 (Maret), pp. 76 – 91.

Lampiran 1

Tabel Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual 1	Unstandardized Residual 2
N			31	31
Normal Parameters	a,b	Mean	,0000000	,0000000
		Std. Deviation	,03784145	,04061568
Most Extreme Differences		Absolute	,115	,112
		Positive	,115	,112
		Negative	-,073	-,089
Kolmogorov-Smirnov Z			,640	,626
Asymp. Sig. (2-tailed)			,808	,828

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Tabel Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi

Hasil Durbin-Watson Test

Uji Hipotesis	Nilai DW	Nilai du	Nilai 4-du	Nilai dl	Nilai 4-dl	Keterangan
I	2,571	1,92	2,08	1,02	2,98	No Decision
II	2,293					No Decision

Hasil Breusch-Godfrey serial correlation LM test

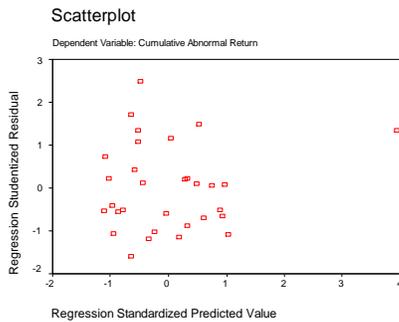
Uji Hipotesis	Obs*R-squared	Probability	Keterangan
I	3,165	0,075	Tidak ada autokorelasi
II	1,547	0,213	Tidak ada autokorelasi

Tabel Ringkasan Hasil Uji Multikolinearitas

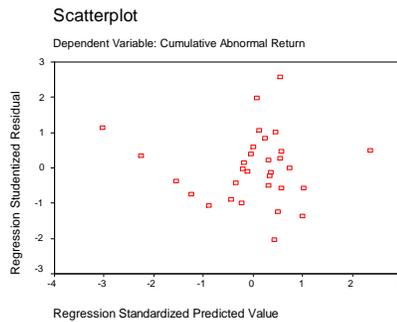
Uji Hipotesis I		Uji Hipotesis II	
Variabel	Tolerance	Variabel	Tolerance
RPD	0,482	PM	0,116
FCF	0,183	FCF	0,479
UE	0,723	UE	0,221
RPDUE	0,080	RPDUE	0,060
FCFUE	0,061	FCFUE	0,137
RPDFCFUE	0,043	RPDFCFUE	0,054

Grafik Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji Hipotesis I



Uji Hipotesis II



Lampiran 2

Hasil Uji Regresi Linear untuk Hipotesis 1

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RPDFCFUE, Rasio Pembayaran Deviden, Free Cash Flow, Unexpected Earning, RPDUE, FCFUE		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,549	,302	,127	,0423080	2,571

a Predictors: (Constant), RPDFCFUE, Rasio Pembayaran Deviden, Free Cash Flow, Unexpected Earning, RPDUE, FCFUE

b Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,019	6	,003	1,730	,157
	Residual	,043	24	,002		
	Total	,062	30			

a Predictors: (Constant), RPDFCFUE, Rasio Pembayaran Deviden, Free Cash Flow, Unexpected Earning, RPDUE, FCFUE

b Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.446E-02	,014		-1,016	,320
	Rasio Pembayaran Deviden	6,171E-04	,000	,459	1,870	,074
	Unexpected Earning	-4.558E-03	,024	-,075	-,189	,852
	Free Cash Flow	6,890E-15	,000	,129	,641	,528
	RPDUE	3,820E-04	,001	,297	,493	,626
	FCFUE	-4.523E-14	,000	-,468	-,676	,506
	RPDFCFUE	1,004E-15	,000	,414	,506	,618

a Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Lampiran 3

Hasil Uji Regresi Linear untuk Hipotesis 2

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	PMFCFUE, Unexpected Earning, Free Cash Flow, Pengeluaran Modal, FCFUE, PMUE		Enter

- a All requested variables entered.
- b Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,443	,196	-,005	,0454097	2,293

- a Predictors: (Constant), PMFCFUE, Unexpected Earning, Free Cash Flow, Pengeluaran Modal, FCFUE, PMUE
- b Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,012	6	,002	,974	,464
	Residual	,049	24	,002		
	Total	,062	30			

- a Predictors: (Constant), PMFCFUE, Unexpected Earning, Free Cash Flow, Pengeluaran Modal, FCFUE, PMUE
- b Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,387E-02	,010		1,404	,173
	Pengeluaran Modal	-1.336E-13	,000	-,896	-1,664	,109
	Unexpected Earning	2,277E-02	,016	,376	1,421	,168
	Free Cash Flow	-1.871E-14	,000	-,349	-,898	,378
	PMUE	4,690E-14	,000	,240	,320	,752
	FCFUE	5,849E-14	,000	,605	1,226	,232
	PMFCFUE	-9.802E-26	,000	-,835	-1,060	,300

- a Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return