

## **Return Saham Sekitar Dividen Ex-Date**

**Oleh: Nico Silitonga dan Adler Haymans Manurung**

### Abstract

Paper ini bertujuan membahas pengaruh beberapa variabel yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham pada sekitar cum-date dan ex-date. Metodologi yang dipergunakan pada penelitian ini menggunakan regresi dan data panel. Adapun hasil penelitian ini memberikan kesimpulan yaitu dividen yang dibagikan membuat harga saham drop pada ex-date dan perbedaan tingkat bunga SBI dan FED masih mendukung teori yang ada bahwa hubungan negative yang terjadi.

**Keyword:** tingkat pengembalian, dividen, cum-date, ex-date, nilai transaksi asing, tingkat bunga FED.

# **Return Saham Sekitar Dividen Ex-Date**

**Oleh: Nico Silitonga dan Adler Haymans Manurung**

## **Pendahuluan**

Investor dalam berinvestasi mengharapkan kapital gain dan dividen. Tetapi, investor yang mempunyai horizon jangka panjang mengharapkan dividen. Selanjutnya, dividen tersebut akan mempengaruhi harga saham yang berangkutan. Bila dividen diberikan maka harga saham diharapkan akan turun sebesar nilai dividen tersebut agar terjadi keseimbangan harga atas pemberian dividen tersebut. Penurunan harga ini juga menyebutkan adanya penurunan return. Apakah penurunan harga tersebut hanya dipengaruhi oleh dividen atau ada faktor lain.

Tingkat pengembalian pada ex-date perlu diteliti karena belum ada penelitian yang melakukannya. Tingkat pengembalian bisa dipengaruhi oleh berbagai variabel. Model tingkat pengembalian saham diperkenalkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966) yang dikenal dengan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Selanjutnya, model ini dikritik oleh Ross (1976) dan mengembangkan Arbitrage Pricing Theory (APT). Model ini sangat banyak dipergunakan para peneliti, akademisi dan praktisi untuk kepentingan masing-masing.

Penelitian mengenai tingkat pengembalian telah banyak dilakukan seperti Hermanto (1998), Fama and French (1992), Manurung (1996) dan sebagainya. Penelitian tersebut belum memasukkan dividen sebagai variabel yang mempengaruhinya. Bahkan penelitian tingkat pengembalian pada ex-date belum banyak dipublikasikan. Oleh karenanya, penelitian ini mencoba membahas fenomena tersebut.

## **Tujuan**

Adapun tujuan penelitian ini sebagai berikut:

- Mempelajari tingkat pengembalian sekitar cum-date dan ex-date.
- Mempelajari pengaruh beberapa variabel terhadap tingkat pengembalian sekitar cum-date dan ex-date.

## **Tinjauan Teori**

Model tingkat pengembalian sebuah sekuritas telah diperkenalkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966) yang dikenal dengan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Model ini menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham dipengaruhi oleh beta (risiko pasar) saham tersebut. Kemudian, Ross (1976) yang memperkenalkan dan mengembangkan Arbitrage Pricing Theory (APT), mengkritik model ini dan

menyatakan bahwa bukan hanya beta saham yang bersangkutan mempengaruhi tingkat pengembalian saham tetapi banyak faktor<sup>1</sup> yang mempengaruhinya. Pada tahun 1976, *Journal of Finance* menerbitkan beberapa artikel mengenai inflasi dan tingkat pengembalian saham. Nelson (1976) melakukan penelitian mengenai inflasi dan tingkat pengembalian saham untuk periode Januari 1953 sampai Juni 1974. Hasilnya memberikan kesimpulan bahwa inflasi mempunyai hubungan negatif dengan tingkat pengembalian saham. Dalam model regresinya, regresi lag untuk inflasi digunakan juga memberikan bahwa hubungannya tetap negatif.

Jaffe and Mandelker (1976) melakukan penelitian mengenai tingkat pengembalian saham dan inflasi untuk periode Januari 1953 sampai Desember 1971. Hasil model regresinya sebagai berikut:

$$R_{mt} = 0.168 - 3.014 I_t + \varepsilon_t \quad \dots (1)$$

(-2.50)

$$R^2 = .0269$$

$$DW = 1.75$$

Untuk data tahunan dengan menggunakan periode 1875 sampai 1970, model regresinya sebagai berikut:

$$R_{mt} = 0.032 - 0.0335 I_{t-1} + 0.518 I_{t-2} - 0.280 I_{t-3} \quad \dots(2)$$

(-0.777)    (0.992)    (-0.964)

$$DW = 1.510$$

$$R^2 = 0.0113$$

$$F = 0.54$$

Kedua hasil penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Tetapi, inflasi sebelumnya (lag-1, lag-2 dan lag-3) memberikan hasil yang bervariasi dan tidak signifikan.

Firth (1979) melakukan penelitian hubungan antara inflasi dan tingkat pengembalian saham yang menggunakan data British untuk periode 1955 sampai 1976. Hasil penelitian memberikan kesimpulan sangat berbeda dengan hasil yang diperoleh oleh Jaffe & Mandelker, Nelson dan Bodie yaitu tidak ada kejadian dimana superior tingkat pengembalian saham pasar secara total dapat diperoleh dari model yang menggunakan data inflasi yang tersedia secara umum atau hal ini mendukung teori pasar model dalam segi semi-strong efisiensi.

Dalam kasus ini, Chen dkk (1986) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor lain yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Hasil penelitiannya dengan menggunakan data bulanan memberikan kesimpulan bahwa pertumbuhan produksi industri (IP);

---

<sup>1</sup> Faktor yang dimaksudkan merupakan kumpulan dari berbagai variabel dan bisa juga hanya satu variabel. Bila Faktornya hanya satu dan satu variabel yaitu pasar dalam variabel itu maka APT sama dengan CAPM.

perubahan dalam inflasi yang diharapkan ( $\Delta EI$ ); inflasi yang tidak diantisipasi ( $UI$ ); perubahan yang tidak diantisipasi dalam premi risiko antara obligasi berisiko dan obligasi bebas default ( $URP$ ) dan perubahan yang tidak diantisipasi dalam perbedaan antara tingkat pengembalian obligasi pemerintah jangka panjang dan obligasi pemerintah jangka pendek ( $UBR$ ) cukup signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Adapun modelnya sebagai berikut:

$$R_s = 0,0041 + 0,0136 \beta_{IP} - 0,0001 \beta_{\Delta EI} - 0,0006 \beta_{UI} + 0,0072 \beta_{URP} - 0,0052 \beta_{UBR} \quad (3)$$

Model diatas secara jelas memperlihatkan bahwa tingkat pengembalian saham tidak hanya dipengaruhi oleh risiko saham tetapi ada faktor-faktor lain seperti yang diuraikan sebelumnya.

Fama dan French (1992) juga melakukan penelitian mengenai variabel lain (diluar risiko) yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Dengan menggunakan Cross-Section data maka diperoleh hasil bahwa risiko ( $\beta$ ), size; Nilai buku terhadap nilai pasar, leverage dan E/P mempunyai pengaruh besar terhadap tingkat pengembalian saham. Manurung (1996b) melakukan penelitian hubungan antara risiko ( $\beta$ ); Nilai buku terhadap kapitalisasi pasar; kepemilikan asing dan size company dengan tingkat pengembalian untuk Bursa Efek Jakarta. Hasilnya bahwa keempat variabel tersebut mempunyai hubungan yang kuat tetapi hanya risiko- $\beta$  yang sangat mempengaruhi tingkat pengembalian saham.

Hermanto (1998) menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham juga dipengaruhi peubah makro seperti uang beredar dan kurs valuta asing Dollar. Utama dan Dewiyani (1999) melakukan penelitian mengenai tingkat pengembalian yang dipengaruhi beberapa peubah dengan menggunakan cross-section sesuai dengan penelitian Fama dan French (1992) dengan kesimpulan bahwa size perusahaan dan rasio harga pasar dengan nilai buku mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan tingkat pengembalian saham.

Dayananda dan Ko (1994) melakukan penelitian mengenai tingkat pengembalian pasar saham (stock market return) dan variabel makro ekonomi dimana salah satunya tingkat bunga dalam periode 1981 sampai 1989 untuk negara Taiwan. Hasil penelitiannya memberikan kesimpulan bahwa tingkat bunga mempunyai hubungan negatif tetapi umumnya tidak signifikan baik menggunakan data bulanan maupun triwulanan.

Hogan, dkk (1982) melakukan penelitian mengenai efisien pasar saham dalam hubungan antara tingkat pengembalian saham, tingkat bunga dan uang beredar untuk periode 1968 sampai 1976. Hasilnya memberikan kesimpulan bahwa adanya hubungan yang kuat antara tingkat bunga dan tingkat pengembalian saham. Korelasi antara tingkat bunga dan tingkat pengembalian saham tersebut adalah negatif.

Flannery dan James (1984) melakukan penelitian mengenai pengaruh perubahan tingkat bunga terhadap rendemen saham-saham lembaga keuangan untuk periode 1976 sampai 1981. Hasilnya memberikan kesimpulan bahwa rendemen saham mempunyai hubungan yang sangat kuat dengan tingkat pengembalian saham. Disamping itu,

penelitian tersebut juga memberikan kesimpulan bahwa pergerakan rendemen saham bank mempunyai hubungan positif dengan perusabahan tingkat bungadihubungkan dengan besaran (size) dari berakhirnya perbedaan antara nominal asset dan kewajiban.

## Methodologi

### Data

Data harga saham, dividen dan nilai transaksi asing diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan data tingkat bunga diperoleh dari Bank Indonesia serta data Inflasi diperoleh dari Badan Pusat Statistik. Periode data yang dipergunakan dalam penelitian ini 2006 – 2007. Periode 2006 maksudnya adalah perusahaan yang membagikan dividen untuk laporan keuangan tahun 2005 sehingga cum-date dan ex-date dilakukan pada tahun 2006 dan juga peretujuan RUPS.

Return Saham dihitung sebagai berikut

$$R_t = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right) \quad (4)$$

Data nilai transaksi asing dan dividen cukup besar sementara data lain dalam bentuk persentase maka untuk menghilangkan nilai yang cukup besar agar tidak terjadi persoalan dalam model maka nilai data variabel tersebut dilogaritma-natural sebelum diregressikan.

### Model

Adapun model yang akan digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$RSHM_{t,i} = a_0 + a_1 Div + a_2 NFra + a_3 TBt + a_4 Kurs + a_5 inf + a_6 IHSG \quad (5)$$

$Div_t$  = dividend yang dibayarkan pada periode t

$NFra_t$  = nilai transaksi asing pada periode t

$TB_t$  = tingkat bunga pada periode bulan t

$Kurs_t$  = nilai tingkat pengembalian kurs Dollar USA pada periode t

$Inf_t$  = inflasi pada periode t

$IHSG_t$  = tingkat pengembalian pasar pada periode t

$RHSM$  = tingkat pengembalian saham.

$a_i$  = konstanta dimana  $i = 0, 1, \dots, k$

### Hipotesis

Adapun hipoteis yang akan diuji dalam penelitian ini yaitu:

$H_{0,1}$  : tidak ada pengaruh dividen terhadap tingkat pengembalian pada ex-date

$H_{0,2}$  : tidak ada pengaruh Nilai transaksi asing terhadap tingkat pengembalian pada ex-date

$H_{0,3}$  : tidak ada pengaruh tingkat inflasi terhadap tingkat pengembalian pada ex-date

$H_{0,4}$  : tidak ada pengaruh selisih tingkat bunga terhadap tingkat pengembalian pada ex-date

$H_{0,5}$  : tidak ada pengaruh kurs terhadap tingkat pengembalian pada ex-date

$H_{0,6}$  : tidak ada pengaruh tingkat pengembalian pasar terhadap tingkat pengembalian pada ex-date

## **Analisis Data**

Pada subbab analisis ini dilakukan dua kelompok analisis besar yaitu analisis deskriptif dan analisis variabel yang mempengaruhi tingkat pengembalian di sekitar cum-date dan ex date.

### *Statistik Deskriptif*

Tabel 1a,b dan c berisikan statistik deskriptif untuk semua variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini yaitu DIV, Kurs, INF, NTA, NTB dan RMKT. Tingkat pengembalian rata-rata saham yang membagikan dividen selama periode satu hari (cum-date dan ex-date) sebesar - 0,4%, untuk periode 2006; -1,5% untuk periode 2007 dan - 0,9% untuk periode 2006 – 2007. Adapun simpangan baku untuk masing-masing periode sebesar 3,74% untuk periode 2006 dan sebesar 4,26% untuk periode 2007 serta sebesar 4% pada periode 2006 – 2007.

Tingkat pengembalian pasar sebesar 0,4% untuk periode 2005; -0,06% untuk periode 2007 dan 0,2% untuk periode 2006 dan 2007. Investor yang menempatkan dana pada dollar maka return pada periode ex-date sebesar negatif 0,01% pada periode 2006. dan sebesar 0,075% untuk periode 2007 serta sebesar 0,02% untuk periode 2006 – 2007. Sedangkan simpangan baku untuk masing-masing periode sebesar 0,95% pada periode 2006 dan sebesar 1,5% pada periode 2007 serta sebesar 1,2% pada periode 2006 – 2007.

Adapun rata-rata dividen yang diperoleh sebesar Rp. 136,45 untuk periode 2006. Pada periode ini Semen Gresik yang membayarkan dividen terbesar yaitu Rp.1.092,06. Sedangkan rata-rata dividen pada periode 2007 sebesar Rp. 401,30 dimana Sara Lee memberikan dividen terbesar yaitu Rp. 10.000,-. Bila data kedua periode digabungkan maka diperoleh rata-rata dividen yang dibayarkan sebesar Rp. 250,44. Simpangan baku dividen yang dibayarkan pada tahun 2006 sebesar Rp. 500,40. dan sebesar Rp. 1.505,80 pada periode 2007 serta Rp. 1.061,55 untuk periode 2006-2007

Koefisien korelasi antar variabel sangat bervariasi secara absolut dari 0 sampai dengan 0,7 untuk semua periode yang diteliti. Adapun koefisien korelasi yang terbesar - 0,46 antara KURS dengan RMKT untuk periode 2006. Periode 2007, terjadi koefisien korelasi yang di atas 0,5 yaitu sebesar 0,5098 antara NTA dan RMKT dan 0,534 antara RMKT dan KURS serta -0,735 antara INF dan NTB. Sedangkan periode gabungan 2006 – 2007 tidak ada nilai koefisien korelasi yang di atas 0,5 tetapi yang tertinggi terjadi pada hubungan antar RMKT dan NTA sebesar 0,421 serta 0,422 antara NTB dan INF.

### *Analisis Pengaruh beberapa Variabel*

Tabel 3.1, 3.2 dan 3.3 berisikan hasil regresi variabel DIV, Kurs, INF, NTA, NTB dan RMKT sebagai variabel bebas dan RSHM sebagai variabel tidak bebas, dimana tabel 3.1 untuk periode 2006, Tabel 3.2 untuk periode 2007 dan Tabel 3.3 untuk periode 2006 – 2007.

Pada periode 2006, keenam variabel bebas bisa menjelaskan variasi variabel tidak bebas RSHM sebesar 13,53%. Artinya, ada sebesar 86,47% variasi tingkat pengembalian saham tidak bisa diterangkan oleh keenam variabel DIV, Kurs, INF, NTA, NTB dan RMKT. Kenaikan satu poin pada dividen maka akan terjadi penurunan tingkat pengembalian saham sebesar 0,001589 poin. Kenaikan inflasi satu poin mengakibatkan kenaikan 0,00562 poin tingkat pengembalian saham. Kenaikan satu poin Kurs akan menurunkan tingkat pengembalian sebesar 1,53 poin tingkat pengembalian saham. Sedangkan nilai transaksi asing mempunyai hubungan negatif dan kenaikan satu poin variabel ini mengakibatkan turun tingkat pengembalian sebesar 0,00016 poin dan tidak signifikan. Perbedaan tingkat bunga internasional mempunyai hubungan negatif dengan tingkat pengembalian saham dimana kenaikan satu poin menurunkan tingkat pengembalian sebesar 1,28 poin serta tidak signifikan secara statistik. Pasar (RMKT) mempunyai hubungan negatif dengan tingkat pengembalian saham dan signifikan secara statistik. Kenaikan pasar satu poin maka terjadi penurunan tingkat pengembalian saham ini. Artinya, market tidak mempengaruhi perubahan harga yang disebabkan adanya pembagian dividen dan sesuai dengan ekspektasi teori yang berlaku.

Pada periode 2007, variabel bebas DIV, Kurs, INF, NTA, NTB dan RMKT dapat menjelaskan variasi variabel RSHM sebesar 7,86%. Artinya, ada sebesar 92,14% tidak bisa dijelaskan keenam variabel dan dijelaskan oleh variabel lain. DIV mempunyai hubungan yang negatif dengan tingkat pengembalian saham dan kenaikan satu poin variabel DIV ini mengakibatkan turunnya variabel tingkat pengembalian saham sebesar 0,0048 poin. INF mempunyai hubungan positif dengan RSHM dan tidak signifikan. Kenaikan satu poin variabel INF mengakibatkan kenaikan 0,0017 poin RSHM. Kurs mempunyai hubungan positif dengan RSHM dan tidak signifikan dimana hasil berbeda dengan periode 2006 yang hubungannya negatif. Kenaikan satu poin variabel ini mengakibatkan kenaikan 0,609 poin RSHM. NTA mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan dengan variabel RSHM, dimana hasil ini berbeda dengan periode 2006 yang memberikan hasil hubungan negatif. NTB mempunyai hubungan negatif dengan RSHM sesuai periode sebelumnya dan juga tidak signifikan. Kenaikan variabel ini satu poin mengakibatkan penurunan 0,4312 poin variabel RSHM. RMKT mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan dengan RSHM serta sesuai dengan periode sebelumnya. Kenaikan satu poin variabel RMKT ini mengakibatkan penurunan RSHM sebesar 0,1738 poin.

Periode 2006 – 2007, keenam variabel DIV, Kurs, INF, NTA, NTB dan RMKT bisa menjelaskan variabel RSHM sebesar 7,64%. Artinya, ada 92,36% yang tidak bisa dijelaskan keenam variabel tetapi dapat dijelaskan oleh variabel lain. Kelihatan, bahwa keefisien determinasi ini semakin kecil bila periode digabungkan yang memberikan arti

semakin panjang periodenya maka semakin kecil pengaruh masing-masing variabel secara bersamaan dan ini juga menyatakan bahwa masih banyak variabel lain yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham tersebut. Hasil ini juga mendukung penelitian sebelumnya.

DIV mempunyai hubungan negatif dengan RSHM dan signifikan pada level 5%, sesuai dengan yang diharapkan (teori). Kenaikan satu poin variabel ini mengakibatkan penurunan RSHM sebesar 0,00394 poin. INF mempunyai hubungan positif dengan RSHM dan tidak signifikan serta stabil untuk periode yang diteliti. Kenaikan satu poin variabel INF ini mengakibatkan kenaikan RSHM sebesar 0,00199 poin. Kurs mempunyai hubungan positif dengan RSHM dan tidak signifikan serta berbeda dengan periode 2006. Kenaikan satu poin variabel Kurs ini mengakibatkan kenaikan RSHM sebesar 0,1377 poin. NTA mempunyai hubungan negatif dengan RSHM dan tidak signifikan serta sama hasilnya dengan periode sebelumnya. Kenaikan satu poin variabel NTA mengakibatkan penurunan RSHM sebesar 0,0000125 poin. NTB mempunyai hubungan negatif dengan RSHM dan secara statistik signifikan pada level 5% serta sesuai dengan hasil pada periode sebelumnya. Kenaikan variabel NTB ini satu poin mengakibatkan penurunan RSHM sebesar 0,3464 poin. RMKT mempunyai hubungan negatif dengan RSHM dan tidak signifikan serta sesuai dengan hasil pada periode sebelumnya. Kenaikan satu poin variabel RMKT ini mengakibatkan penurunan RSHM sebesar 0,28 poin.

Hasil yang diperoleh pada penelitian ini mendukung teori sebelumnya bahwa adanya dividen yang dibayarkan mengakibatkan harga saham drop pada hari ex-datanya. Demikian juga perbedaan tingkat bunga internasional (tingkat bunga SBI dikurangi tingkat bunga FED) mempunyai hubungan yang negatif dan hasil ini mendukung teori yang ada.

## **Kesimpulan**

Sesuai dengan hasil uraian sebelumnya dapat disimpulkan sebagai berikut

1. Tingkat pengembalian saham pada sekitar cum-date dan ex-date menghasilkan yang negatif sesuai dengan teori yang ini.
2. Dividen dan tingkat bunga mendukung teori yang ada yaitu kenaikan variabel ini mengakibatkan harga saham menurun.

## Daftar Pustaka

- Abdalla, Issam S. A. and Victor Murinde (1997); Exchange Rate and Stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and the Philippines; *Applied Financial Economics*; Vol. 7; pp. 25 – 35.
- Affandi, U. dan S. Utama (1998); Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta; *Usahawan*, No. 3 TH. XXVII, Maret; pp. 42 – 47.
- Allen, David (1997); Inefficient Market Hypothesis; *Management Accounting*, September; pp. 20.
- Arnott, R. D. and P. L. Bernstein (1997); Bull Market ? Bear Market ? Should you really care; *Journal of Portfolio Management*; Fall; pp. 26 – 29
- Basu, Sanjoy (1977); Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis; *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3; pp. 663 – 283.
- Black, Fischer and Myron Scholes (1974); The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns; *Journal of Financial Economics*; Vol. 1, No. 1; pp. 1 – 22.
- Brenner, Menachem (1979); The Sensitivity of the Efficient Market Hypothesis to Alternative Specifications of the Market Model; *Journal of Finance*, Vol. 34, No. 4; pp. 915 – 929.
- Chen, N. F.; Roll, R.; and S. A. Ross (1986); Economic Forces and the Stock Market; *Journal of Business*, Vol. 59, No. 3; pp. 383 – 403.
- Cootner, P. H. (1964); *The Random Character of Stock Market Prices*; The MIT Press, Cambridge, USA.
- Errunza, V. R. and Etienne Losq (1985); The Behaviour of Stock Price in LDC Market; *Journal of Banking and Finance* Vol. 9; pp. 561 – 575.
- Fama, E. F (1970); Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work; *Journal of Finance*, Vol. 25; pp. 383 – 417.
- Fama, E. F (1991); Efficient Capital Markets II; *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5; pp. 1575 – 1617.
- Fama, Eugene F. (1996); Multifactor Portfolio Efficiency and Multifactor Asset Pricing; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; Vol. 31, No. 4; pp. 441 – 465.

Fama, E. F. and K. R. French (1992); The Cross-Section of Expected Stock Returns; Journal of Finance, Vol. 47; No. 2; pp. 611 – 649.

Fama, E. F. and K. R. French (1995); Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns; Journal of Finance, Vol. 50; No. 1; pp. 131 – 155.

Fama, Eugene F. and James D. MacBeth (1973); Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests; Journal of Political Economy, May – June; pp. 607 – 636.

Grossman, Sanford J. and Joseph E. Stiglitz (1980); On the Impossibility of Informationally Efficient Markets; American Economic Review, Vol. 70; pp. 393 – 408.

Hanafi, M. M.; Purwanto, B. M.; dan Abdul Halim (1995); Cross-Section Return Saham di BEJ; Majalah Usahawan, No. 5, TH. XXIV, Mei; pp. 2 – 5.

Hermanto, B. (1998); Nominal Stock Return Volatility on the Jakarta Stock Exchange and Changes in Government Policy; Ph.D Disertation, Department of Accounting and Finance, University of Birmingham, UK.

Lintner, John (1965a); The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets; The Review of Economics and Statistics, pp. 13 -37

Lintner, John (1965b); Security Prices, Risk and Maximal Gains From Diversification; Journal of Finance, Vol. 20, No. 4; pp. 587 – 615.

Mossin, Jan (1966); Equilibrium in A Capital Asset Market; Econometrica, Vol. 34, No. 4; pp. 768 – 783.

Sharpe, William F. (1964); Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk; Journal of Finance, Vol. 19, No. 4; pp. 425 – 442

Utama, S. dan L. Dewiyani (1998a); An Empirical Examination of the Cross-Section of Expected Return: Indonesia Evidence; Jakarta: Working Paper, University of Indonesia.

Tabel 1: Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	RSHM	DIV	KURS	NTA	INF	NTB	RMKT
Mean	-0.004372	3.148514	-0.000180	12.33841	0.483444	0.032056	0.003907
Median	0.000000	2.955395	-0.000170	25.93572	0.475000	0.032500	0.005800
Maximum	0.182320	8.421780	0.010960	27.72544	1.100000	0.037500	0.020220
Minimum	-0.173660	-0.693150	-0.012350	-27.27107	-0.160000	0.030000	-0.039970
Std. Dev.	0.037369	1.809708	0.004385	23.09112	0.290943	0.002328	0.009494
Skewness	0.156647	0.339041	-0.091914	-1.055449	0.173866	1.115026	-1.475041
Kurtosis	14.43668	2.776997	3.699895	2.118055	1.818709	3.476085	7.717189
Jarque-Bera	490.8589	1.910717	1.963673	19.62643	5.686369	19.49922	116.0807
Probability	0.000000	0.384674	0.374622	0.000055	0.058240	0.000058	0.000000
Sum	-0.393510	283.3662	-0.016210	1110.457	43.51000	2.885000	0.351640
Sum Sq. Dev.	0.124286	291.4788	0.001711	47454.78	7.533632	0.000482	0.008023
Observations	90	90	90	90	90	90	90

	DIV	INF	KURS	NTA	NTB	RMKT
DIV	1.000000	-0.250381	-0.087849	0.248740	0.006896	0.249642
INF	-0.250381	1.000000	0.122639	0.053943	-0.356081	-0.091394
KURS	-0.087849	0.122639	1.000000	0.066074	-0.158162	-0.466453
NTA	0.248740	0.053943	0.066074	1.000000	-0.332517	0.298573
NTB	0.006896	-0.356081	-0.158162	-0.332517	1.000000	-0.003783
RMKT	0.249642	-0.091394	-0.466453	0.298573	-0.003783	1.000000

Dependent Variable: RSHM

Method: Least Squares

Date: 12/03/09 Time: 15:52

Sample: 1 90

Included observations: 90

RSHM=C(1)+C(2)\*DIV+C(3)\*INF+C(4)\*KURS+C(5)\*NTA+C(6)\*NTB+C(7)  
\*RMKT

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.045503	0.064194	0.708836	0.4804
C(2)	-0.001589	0.002294	-0.692682	0.4904
C(3)	0.005620	0.014571	0.385702	0.7007
C(4)	-1.531180	1.020290	-1.500730	0.1372
C(5)	-0.000158	0.000192	-0.822883	0.4129
C(6)	-1.277644	1.873403	-0.681991	0.4971
C(7)	-1.269189	0.495923	-2.559246	0.0123

R-squared	0.135307	Mean dependent var	-0.004372
Adjusted R-squared	0.072799	S.D. dependent var	0.037369
S.E. of regression	0.035983	Akaike info criterion	-3.736930
Sum squared resid	0.107469	Schwarz criterion	-3.542500
Log likelihood	175.1618	Hannan-Quinn criter.	-3.658524
F-statistic	2.164638	Durbin-Watson stat	1.887588
Prob(F-statistic)	0.054570		

2007

Tabel 2: Statistik Deskriptif Beberapa Variabel 2007

	DIV	INF	KURS	NTA	NTB	RMKT	RSHM
Mean	3.039513	1.244412	0.000754	6.533383	0.075157	-0.000625	-0.015928
Median	2.914473	1.370000	0.000109	24.44620	0.072100	0.000272	0.000000
Maximum	9.210340	2.460000	0.032187	29.06862	0.105800	0.068192	0.156842
Minimum	0.000000	-0.070000	-0.018383	-27.70173	0.067300	-0.036430	-0.124563
Std. Dev.	2.195947	0.664868	0.005106	24.66704	0.010112	0.014628	0.042561
Skewness	0.826630	-0.038298	2.942175	-0.537519	2.357950	1.373322	0.090069
Kurtosis	3.482657	3.045582	25.14983	1.311298	7.219527	9.588145	6.716605
Jarque-Bera Probability	8.404310 0.014963	0.022510 0.988808	1488.181 0.000000	11.35435 0.003423	113.4583 0.000000	144.3518 0.000000	39.22921 0.000000
Sum	206.6869	84.62000	0.051256	444.2701	5.110700	-0.042500	-1.083108
Sum Sq. Dev.	323.0863	29.61728	0.001747	40767.00	0.006851	0.014336	0.121366
Observations	68	68	68	68	68	68	68

	DIV	INF	KURS	NTA	NTB	RMKT
DIV	1.000000	0.175105	-0.024147	0.042148	-0.082619	0.021117
INF	0.175105	1.000000	-0.229415	0.071362	-0.734479	-0.128989
KURS	-0.024147	-0.229415	1.000000	0.097552	0.365023	0.534334
NTA	0.042148	0.071362	0.097552	1.000000	-0.097191	0.509843
NTB	-0.082619	-0.734479	0.365023	-0.097191	1.000000	0.214645
RMKT	0.021117	-0.128989	0.534334	0.509843	0.214645	1.000000

Dependent Variable: RSHM

Method: Least Squares

Date: 12/03/09 Time: 15:44

Sample: 1 68

Included observations: 68

RSHM=C(1)+C(2)\*DIV+C(3)\*INF+C(4)\*KURS+C(5)\*NTA+C(6)\*NTB+C(7)

\*RMKT

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.027047	0.071998	0.375660	0.7085
C(2)	-0.004759	0.002427	-1.960452	0.0545
C(3)	0.001688	0.011788	0.143213	0.8866
C(4)	0.608835	1.294131	0.470459	0.6397
C(5)	0.000189	0.000259	0.729242	0.4686
C(6)	-0.431232	0.809125	-0.532961	0.5960
C(7)	-0.173790	0.508438	-0.341811	0.7337

R-squared	0.078613	Mean dependent var	-0.015928
Adjusted R-squared	-0.012015	S.D. dependent var	0.042561
S.E. of regression	0.042816	Akaike info criterion	-3.366570
Sum squared resid	0.111825	Schwarz criterion	-3.138091
Log likelihood	121.4634	Hannan-Quinn criter.	-3.276040
F-statistic	0.867422	Durbin-Watson stat	1.796133
Prob(F-statistic)	0.524058		

Pooling

	DIV	INF	KURS	NTA	NTB	RMKT	RSHM
Mean	3.101602	0.810949	0.000222	9.840045	0.050606	0.001957	-0.009346
Median	2.955395	0.720000	5.47E-05	25.46827	0.035000	0.001480	0.000000
Maximum	9.210340	2.460000	0.032187	29.06862	0.105800	0.068192	0.182320
Minimum	-0.693150	-0.160000	-0.018383	-27.70173	0.030000	-0.039970	-0.173660
Std. Dev.	1.979232	0.616032	0.004716	23.87962	0.022473	0.012144	0.039970
Skewness	0.610529	0.905205	1.589578	-0.814804	0.604102	0.390813	0.063511
Kurtosis	3.286396	3.574618	16.97791	1.677808	2.059796	9.264024	10.00831
Jarque-Bera	10.35563	23.75116	1352.802	28.99178	15.42964	262.3388	323.4557
Probability	0.005640	0.000007	0.000000	0.000001	0.000446	0.000000	0.000000
Sum	490.0531	128.1300	0.035046	1554.727	7.995700	0.309140	-1.476618
Sum Sq. Dev.	615.0253	59.58076	0.003492	89527.06	0.079293	0.023154	0.250824
Observations	158	158	158	158	158	158	158

	DIV	INF	KURS	NTA	NTB	RMKT
DIV	1.000000	0.011405	-0.057405	0.148588	-0.043291	0.118277
INF	0.011405	1.000000	-0.023532	-0.026169	0.422407	-0.204425
KURS	-0.057405	-0.023532	1.000000	0.068360	0.160953	0.086941
NTA	0.148588	-0.026169	0.068360	1.000000	-0.153185	0.421052
NTB	-0.043291	0.422407	0.160953	-0.153185	1.000000	-0.127115
RMKT	0.118277	-0.204425	0.086941	0.421052	-0.127115	1.000000

Dependent Variable: RSHM

Method: Least Squares

Date: 12/03/09 Time: 11:33

Sample: 1 158

Included observations: 158

RSHM=C(1)+C(2)\*DIV+C(3)\*INF+C(4)\*KURS+C(5)\*NTA+C(6)\*NTB+C(7)  
\*RMKT

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.019429	0.009542	2.036198	0.0435
C(2)	-0.003941	0.001605	-2.454878	0.0152
C(3)	0.001994	0.005751	0.346609	0.7294

C(4)	0.137707	0.681211	0.202150	0.8401
C(5)	-1.25E-05	0.000148	-0.084590	0.9327
C(6)	-0.346366	0.158696	-2.182583	0.0306
C(7)	-0.280015	0.291785	-0.959662	0.3388

---

R-squared	0.076412	Mean dependent var	-0.009346
Adjusted R-squared	0.039713	S.D. dependent var	0.039970
S.E. of regression	0.039168	Akaike info criterion	-3.598604
Sum squared resid	0.231658	Schwarz criterion	-3.462919
Log likelihood	291.2897	Hannan-Quinn criter.	-3.543501
F-statistic	2.082136	Durbin-Watson stat	1.928972
Prob(F-statistic)	0.058491		

---