

REAKSI INVESTOR ATAS PENGUMUMAN PERUBAHAN DIVIDEN SEBELUM DAN SETELAH *EX-DIVIDEND DATE* PADA SAHAM-SAHAM LQ 45 DI BURSA EFEK INDONESIA

REACTION OF INVESTOR ON DIVIDEND CHANGES BEFORE AND AFTER EX-DIVIDEND DATE OF LQ45 STOCKS IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE

Meri Dwi Anggraini, SE, M.Si
Program Studi Manajemen Universitas Ekasakti Padang

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi investor dari informasi *ex-dividend date* dan pengumuman perubahan dividen yang dilihat dari *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA) dari perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode I dan periode II tahun 2008-2010.

Metoda penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *event study* dengan periode penelitian dibagi dua yang terdiri dari 100 hari untuk periode estimasi (*estimation periode*) dan 21 hari untuk periode jendela (*event windows*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 5% ditemukan adanya 10 hari *abnormal return* yang signifikan pada pengumuman dividen naik sedangkan pada dividen turun ditemukan 5 hari *abnormal return* yang signifikan baik sebelum maupun setelah *ex-dividend date*. Pada pengumuman dividen naik maupun dividen turun investor bereaksi negatif yang ditandai dengan adanya rata-rata *abnormal return* negatif. Sedangkan untuk TVA ditemukan adanya *trading volume activity* yang signifikan 5% dan 1% dan rata-rata TVA positif baik untuk pengumuman dividen naik maupun dividen turun. Hal ini mengindikasikan adanya peningkatan aktivitas perdagangan saham di sekitar *ex-dividend date* untuk pengumuman dividen naik maupun dividen turun dan menandakan bahwa informasi *ex-dividend date* serta pengumuman perubahan dividen mengandung sinyal sehingga direspon oleh investor dengan ditemukannya *abnormal return* yang signifikan.

Keyword : *Ex-dividend date, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Event Study*

Abstract: *This study aims to analyze the reaction of investors for information of ex-dividend date and the dividend change announcements which are seen from the abnormal return and trading volume activity (TVA) of the companies which included in LQ45 in Indonesia Stock Exchange Period I and Period II 2008-2010.*

The method that used in this research is event study. The periode of this research are divided by two which consists of 100 days for the period of estimation (estimation period) and 21 days for the period of the window (event windows).

The results of this research showed that at a significance level of 5% found 10 days of significant abnormal returns on the announcement of a dividend increased and 5 days for the announcement of dividend dropped before or after the ex-dividend date. At the announcement of dividend increase or dividends dropped investors reacted negatively characterized by the average abnormal return is negative. TVA are found a significant at level 5% and 1%, and the average the value of TVA are positive for increasing dividend and dividend dropped announcements. This indicates that there have increasing in trading activity around the ex-dividend date for the dividend increase or dividend dropped annaouncement and this is thindicates that the ex-dividend date information and dividend

change announcements containing signal that investors responded with the discovery of significant abnormal return.

Keyword : *Ex-dividend date, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Event Study*

PENDAHULUAN

Investasi bagi seorang investor merupakan salah satu perencanaan keuangan yang membutuhkan pengorbanan berupa dana, waktu dan pikiran dengan menunda penggunaan atau konsumsi sejumlah dana yang dimilikinya saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang.

Salah satu alternatif investasi yang dapat dilakukan investor yaitu investasi pada aset finansial yang dilakukan pada pasar modal. Salah satu instrumen yang paling umum diperdagangkan di pasar modal adalah saham. Tujuan investor menginvestasikan dananya pada saham adalah untuk mengharapkan keuntungan (*return*) berupa dividen dan *capital gain*. Untuk mencapai tujuan tersebut, investor perlu melakukan analisis terlebih dahulu untuk memilih saham-saham mana yang akan memberikan *return* maksimal dengan risiko tertentu sesuai dengan preferensi investor.

Informasi merupakan salah satu faktor kunci bagi investor di pasar modal dalam rangka mewujudkan tujuannya yaitu memperoleh *return* atas investasinya. Berdasarkan informasi yang tersedia, investor akan mengambil keputusan kapan akan membeli saham atau mempertahankan saham yang telah dimiliki atau kapan akan melepas saham atau tidak melakukan pembelian sama sekali. Informasi yang penting yang dapat mempengaruhi ekspektasi dan keputusan investor dalam berinvestasi adalah pengumuman dividen. Pembayaran dividen merupakan informasi bagi investor bahwa perusahaan memiliki kinerja dan keuangan yang baik.

Dalam pengumuman dividen akan terkandung informasi mengenai tanggal-tanggal penting yang berkaitan dengan prosedur pembayaran dividen. Prosedur pembayaran dividen sangat diperlukan oleh perusahaan emiten dan investor untuk menentukan siapa yang berhak untuk menerima dividen. Banyaknya investor yang melakukan transaksi perdagangan saham di pasar modal setiap hari mengakibatkan komposisi pemegang saham berubah setiap hari. Hal ini mengakibatkan perusahaan emiten sulit menentukan siapa yang akan menerima dividen. Oleh karena itu pasar modal sebagai penghubung antara perusahaan emiten dan investor memberikan wewenang kepada perusahaan emiten untuk melakukan penetapan dan memperjelas siapa investor (pemegang saham) yang akan menerima dividen.

Secara umum, prosedur pembayaran dividen oleh perusahaan emiten dapat dibagi dalam lima tahap, yaitu tanggal deklarasi (*declaration date*), tanggal dengan dividen (*cum dividen*), tanggal tanpa dividen (*ex-dividen*), tanggal pencatatan (*record date*) dan tanggal pembayaran (*payment date*) (Brealey, Myers dan Marcus 2007 : 45).

Tanggal *ex-dividend* merupakan salah satu tanggal yang menjadi perhatian oleh investor selain tanggal *declaration* (tanggal pengumuman dividen). Menurut Amirul dan Biplop (2011) menganalisis dampak harga saham disekitar tanggal *ex-dividend* merupakan isu yang paling penting bagi investor, hal ini disebabkan karena pergerakan harga saham disekitar tanggal *ex-dividend* akan mempengaruhi terhadap keputusan investor untuk berinvestasi karena menyangkut tentang *return* yang akan diterima oleh investor. Selain itu penelitian French, Varson dan Moon (2005) yang menghitung variansi *return* saham pada saat *declaration date* dan *ex dividend date*, menemukan adanya kenaikan variansi harga yang signifikan pada *ex-dividend date*. Hal ini menandakan bahwa investor sangat memperhatikan tanggal *ex-dividend* dan bereaksi terhadap tanggal *ex-dividend* tersebut.

Selain itu informasi lain yang terkandung di dalam pengumuman dividen adalah jumlah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan emiten. Informasi ini akan membantu investor dalam menganalisis tentang perubahan dividen (naik-turunnya dividen) yang dibayarkan oleh perusahaan dibanding periode sebelumnya sehingga dapat memberikan informasi mengenai prospek keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dimasa yang akan datang sehingga pasar diharapkan akan merespon pengumuman tersebut. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori signal (*signalling theory*) atau isi informasi dari dividen (*information content of dividend*).

Penelitian ini terfokus pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ-45 yang merupakan saham dengan likuiditas tinggi dan berkapitalisasi besar sehingga kecil kemungkinan saham-saham ini tidak diamati oleh sebagian besar analis dan investor.

Pada beberapa penelitian terdahulu masih ditemukan adanya hasil yang beragam mengenai fenomena *ex-dividend date*. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Elton dan Gruber (1970), Milonas dan Travlos (2001), Dasilas (2007), Ramachandra, *et.al* (2011) yang menemukan adanya *abnormal return* positif di sekitar *ex-dividend date*. Sedangkan Blandon, *et.al* (2009) menemukan adanya *abnormal return* negatif pada saat *ex-dividend date*. Sularso (2003) menemukan adanya *abnormal return* negatif pada saat pengumuman dividen naik sebelum *ex-dividend date* dan *abnormal return* positif setelah *ex-dividend date*. Sedangkan pada saat pengumuman dividen turun ditemukan adanya *abnormal return* positif sebelum dan setelah *ex-dividend date*. Firmansyah dan Violita (2007) menemukan adanya *abnormal*

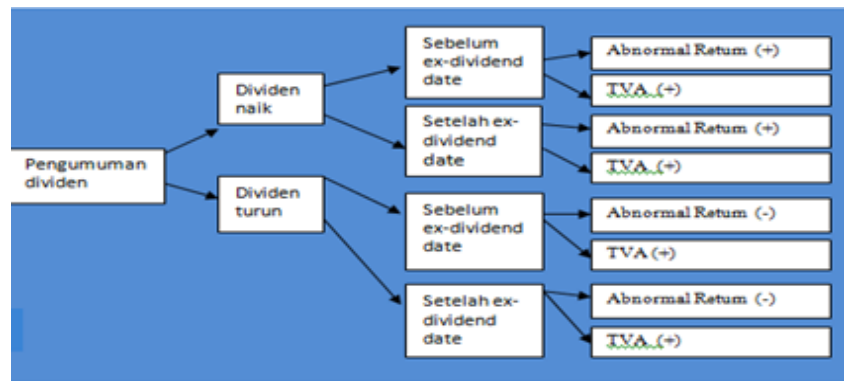
return negatif untuk pengumuman dividen naik tepat pada hari *ex-dividend date* nya dan untuk pengumuman dividen turun ditemukan adanya *abnormal return* negatif sebelum dan setelah *ex-dividend date*. Sudiarto (2007) menemukan bahwa pada pengumuman dividen naik terdapat *abnormal return* positif sebelum, setelah dan pada saat *ex-dividend date*. Pada pengumuman dividen turun juga ditemukan adanya *abnormal return* positif sebelum dan setelah *ex-dividend date*.

Terjadinya perubahan harga saham di sekitar *ex-dividend date* tentunya juga tidak terlepas dari adanya perubahan aktivitas volume perdagangan saham. Volume perdagangan saham dapat dijadikan salah satu indikator untuk melihat apakah investor menilai pengumuman perubahan dividen dan *ex-dividend date* sebagai sesuatu yang informatif yang bisa dilihat dari kenaikan atau penurunan aktivitas volume perdagangan saham yang berbeda di bandingkan hari-hari biasa diluar informasi tersebut.

Venkatesh (1991), Bali dan Francis (2011) menemukan adanya penurunan volume perdagangan saham disekitar *ex-dividend date*. Sementara itu penelitian yang dilakukan oleh Blandon, *et.al* (2009) menemukan adanya *abnormal volume* yang hanya terjadi sebelum tanggal *ex-dividend* sedangkan setelah tanggal *ex-dividend* tidak ditemukan adanya *abnormal volume*. Blandon mengasumsikan *abnormal volume* sebagai perbedaan antara *actual trading volume* dengan *normal trading volume* Sebaliknya penelitian yang berbeda dilakukan oleh Dasilas (2007) dan Ramachandra, *et.al* (2011) dimana hasil penelitian mereka menemukan bahwa adanya *abnormal volume* sebelum dan setelah *ex-dividend date*. Isaaksson and Islam (2013) meneliti tentang *relative trading volume* di sekitar *ex-dividend day* untuk melihat level signifikan perdagangan saham oleh investor dalam mengambil kesempatan memperoleh *abnormal return* di sekitar *ex-dividend day*. Dari tiga pasar modal yang diteliti, NYSE dan Shanghai *Stock Exchange* tidak ditemukan *relative trading volume* yang signifikan, sedangkan pada Tokyo *Stock Exchange* dan London *Stock Exchange* ditemukan adanya *relative trading volume* yang signifikan. Ang Manda (2010) hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa tidak ditemukan adanya *abnormal volume* sebelum dan setelah *ex-dividend date* baik untuk pengumuman dividen turun maupun untuk pengumuman dividen naik. Dengan masih terdapatnya perbedaan hasil penelitian, maka penulis merasa tertarik untuk melakukan penelitian mengenai reaksi investor terhadap fenomena *ex-dividend date* di Bursa Efek Indonesia.

KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

1. KERANGKA PEMIKIRAN



Gambar 1
Bagan Kerangka Pemikiran

2. HIPOTESIS

a. HIPOTESIS 1 DAN 2

Salah satu tujuan yang ingin dicapai investor dalam melakukan investasi adalah untuk memaksimalkan *return* investasi dan harapan keuntungan di masa depan. Salah satu *return* yang diharapkan diterima oleh investor adalah berupa dividen. Oleh karena itu pengumuman pembagian dividen merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi investor untuk berinvestasi. Menurut *dividend signaling theory*, peningkatan dividen akan membuat pasar bereaksi positif bila pasar cenderung menginterpretasi bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal terang tentang prospek cerah perusahaan di masa mendatang, demikian juga sebaliknya pasar akan bereaksi negatif jika terjadi penurunan dividen, yang dianggap sebagai sinyal yang kurang bagus tentang prospek perusahaan di masa mendatang (Bhattacharya, 1979).

Penelitian empiris mengenai pengaruh pengumuman dividen terhadap *abnormal return* pada saat *ex-dividend date* yang diteliti oleh Virda dan Karlina (2009) menemukan bahwa adanya *abnormal return* positif dan signifikan pada kelompok pengumuman dividen naik pada hari ke-3 setelah *ex-dividend date*. Sedangkan pada kelompok pengumuman dividen turun ditemukan adanya *abnormal return* negatif dan signifikan pada hari ke-1 sebelum *ex-dividend date*. Hal ini menunjukkan bahwa pasar memberikan reaksi positif dan menganggap sebagai *good news* atas pengumuman dividen naik dan *bad news* atas pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend*.

H1 : Terdapat *abnormal return* positif dan signifikan untuk pengumuman dividen naik sebelum dan setelah *ex-dividend date*.

$$H_0 : AAR < 0, H_1 : AAR > 0$$

H2 : Terdapat *abnormal return* negatif dan signifikan untuk pengumuman dividen turun sebelum dan setelah *ex-dividend date*.

$$H_0 : AAR > 0, H_1 : AAR < 0$$

b. HIPOTESIS 3 DAN 4

Pengukuran volume perdagangan saham merupakan suatu instrument yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi. Amirul dan Biplop (2011) mengatakan bahwa umumnya pada *ex-dividen date* dan *declaration date* terjadi peningkatan volume perdagangan saham. Salah satu alasan kejadian ini adalah adanya perbedaan preferensi investor terhadap dividen. Blandon (2009); Ramachandra (2011) dalam penelitiannya menemukan bahwa adanya *abnormal volume* yang positif sebelum dan setelah *ex-dividend date* baik untuk *dividend yield* yang tinggi maupun *dividend yield* yang rendah. Sehingga hipotesis ketiga dan keempat pada penelitian ini adalah

H3 : Terdapat *trading volume activity* positif dan signifikan pada saat pengumuman dividen naik sebelum dan setelah *ex-dividend date*.

$$H_0 : \overline{TVA}_t < 0$$

$$H_1 : \overline{TVA}_t > 0$$

H4 : Terdapat *trading volume activity* positif dan signifikan pada saat pengumuman dividen turun sebelum dan setelah *ex-dividend date*.

$$H_0 : \overline{TVA}_t < 0$$

$$H_1 : \overline{TVA}_t > 0$$

METODA PENELITIAN

Metoda yang digunakan dalam penelitian ini adalah metoda *event study* (studi peristiwa). *Event* yang dipilih dalam penelitian ini adalah *event* pengumuman dividen. Untuk menganalisis *event study*, periode pengamatan dibagi menjadi dua periode yaitu periode estimasi (*estimation windows*) dan periode peristiwa (*event windows*). Periode estimasi dalam penelitian ini terdiri dari 100 hari sebelum periode peristiwa (t_{-111} sampai dengan t_{-11}). Periode peristiwa terdiri dari 21 hari yaitu 10 hari sebelum ($t-10$) dan 10 hari setelah ($t+10$) *ex-dividend date* serta 1 hari (t_0) saat *ex-dividend date*.

Pemilihan 10 hari sebelum dan 10 hari setelah *ex-dividend* sebagai periode peristiwa dengan alasan bahwa dengan waktu tersebut informasi yang dipublikasikan dalam hal ini *ex-dividend date* sudah diterima oleh investor maupun calon investor dan dianggap cukup untuk melihat reaksi para investor terhadap pengumuman tersebut.

Tabel 1
Operasionalisasi Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Ukuran
1.	<i>Abnormal Return</i> (AR)	Selisih antara <i>return</i> yang sesungguhnya terjadi terhadap <i>return</i> yang diharapkan investor	$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$	Nominal
2.	<i>Trading Volume Activity</i> (TVA)	TVA adalah perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan pada saat observasi dengan jumlah saham yang beredar	Menggunakan persamaan sebagai berikut : $TVA_{it} = \frac{\text{jumlah volume saham perusahaan yg diperdagangkan pada waktu } t}{\text{jumlah volume saham perusahaan yang beredar pada waktu } t}$	Rasio

PEMILIHAN SAMPEL

Metode pengambilan sampel menggunakan metode *Purposive Sampling*. Dibawah ini hasil proses pemilihan sampel :

Tabel 2
Proses Pengambilan Sampel

Perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 di BEI periode I dan II tahun 2008-2010	64
Perusahaan yang tidak <i>continue</i> terdaftar dalam indeks LQ45 tahun 2008-2010	(43)
Perusahaan yang tidak konsisten membagikan dividen selama 3 tahun berturut-turut yaitu tahun 2008-2010	(3)
Perusahaan yang melakukan <i>corporate action</i> lain disekitar <i>ex-dividend date</i>	(0)
Perusahaan yang tidak memiliki data harga saham harian dan volume perdagangan saham pada tahun 2008-2010	(0)
Jumlah sampel yang dijadikan objek penelitian	18

Sumber : Data yang telah diolah

Dengan mempertimbangkan kriteria pengambilan sampel tersebut, maka perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini secara keseluruhan berjumlah 18 perusahaan dengan total observasi pada penelitian ini adalah sebanyak 75 pengumuman dividen karena terdapat sebagian perusahaan yang mengumumkan dividen sebanyak dua kali dalam satu tahun. Berdasarkan kenaikan dan penurunan dividennya diperoleh pengumuman dividen naik sebanyak 34 pengumuman dan pengumuman dividen turun sebanyak 40 pengumuman, sisanya adalah pengumuman pembagian dividen tetap yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

METODE ANALISIS DATA

1. Metode Pengujian Hipotesis 1 dan 2

Untuk mengetahui ada atau tidaknya *abnormal return* sebelum dan setelah *ex-dividend date* untuk pengumuman dividen naik dan pengumuman dividen turun dilakukan pengujian dengan langkah-langkah sebagai berikut :

1. 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 i pada waktu t

P_t = Harga saham pada waktu t

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

2. Menghitung tingkat pengembalian saham yang diharapkan (*expected return*) dengan menggunakan model CAPM 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 risiko

R_M = Tingkat keuntungan pasar

β = Tingkat risiko sistematis

3. Menghitung tingkat bunga bebas risiko (*risk free / R_f*) harian dengan menggunakan SBI (Suku Bunga Bank Indonesia) untuk tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. 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).

Persamaannya sebagai berikut :

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

4. Menghitung tingkat keuntungan pasar (*market return*) dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{Mt} = \frac{(LQ45_t - LQ45_{t-1})}{LQ45_{t-1}}$$

dimana :

R_{Mt} = *Market Return* pada waktu t

$LQ45_t$ = Indeks LQ 45 pada waktu t

$LQ45_{t-1}$ = Indeks LQ 45 pada waktu sebelumnya

- Menghitung tingkat risiko sistematis (beta tiap saham) dengan menggunakan regresi antara *return* saham dengan return pasar dengan menggunakan Microsoft Excel.
- 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

- Menghitung *Average Abnormal Return* (AAR)

Average abnormal return (AAR) untuk hari ke t dapat dihitung sebagai berikut :

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

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

- Menghitung *Cumulatif Average Abnormal Return* (CAAR)

CAAR dapat dihitung sebagai berikut :

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

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*

- Menghitung standar deviasi *average abnormal return* dengan rumus sebagai berikut :

$$s = \sqrt{\frac{\sum (AR_t - AAR_t)^2}{n-1}}$$

- Menghitung nilai distribusi t (t-hitung untuk portofolio harian) dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$t = \frac{AAR - \mu}{s / \sqrt{n}}$$

Dari perhitungan tersebut akan dihasilkan t-statistik yang kemudian dibandingkan dengan t-tabel. Untuk mengambil kesimpulan, maka ketentuannya adalah sebagai berikut :

- Bila $t\text{-stat} > t\text{-tabel } H_0$ ditolak
- Bila $t\text{-stat} < t\text{-tabel } H_0$ diterima

3.5.1. Metode Pengujian Hipotesis 3 dan 4

Untuk mengetahui ada atau tidaknya aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan setelah *ex-dividend date* untuk pengumuman dividen naik dan dividen turun dilakukan pengujian dengan persamaan *Trading Volume Activity (TVA)* yang digunakan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

1. Menghitung aktivitas volume perdagangan saham dengan rumus sebagai berikut :

$$TVA_{it} = \frac{\text{Jumlah volume saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah volume saham perusahaan yang beredar pada waktu } t}$$

Dimana :

TVA_{it} = *Trading Volume Activity* saham i pada waktu t

2. Menghitung rata-rata *abnormal volume* dengan persamaan sebagai berikut:

$$\overline{TVA}_{it} = \frac{1}{n} \sum TVA_{it}$$

3. Menghitung standar deviasi dari rata-rata TVA dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$s = \sqrt{\frac{\sum (TVA_{it} - \overline{TVA}_{it})^2}{n - 1}}$$

4. Menghitung nilai distribusi t-stat dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$t = \frac{\overline{TVA}_t - \mu}{s / \sqrt{n}}$$

Dari perhitungan tersebut akan dihasilkan t-statistik yang kemudian dibandingkan dengan t-tabel. Untuk mengambil kesimpulan, maka ketentuannya adalah sebagai berikut :

- Bila t-hitung $>$ t-tabel H_0 ditolak
- Bila t-hitung $<$ t-tabel H_0 diterima

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Pengujian Hipotesis 1 dan 2

Pengujian kandungan informasi pengumuman dividen naik dan dividen turun sebelum dan setelah *ex-dividend date* menggunakan uji t untuk melihat ada atau tidaknya peningkatan *abnormal return* yang signifikan pada periode jendela (*event windows*) dengan menggunakan *one-sample t-test*. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 3 berikut :

Tabel 3
Pengujian *Abnormal Return* Terhadap Pengumuman Dividen Naik
Sebelum dan Setelah *Ex-dividend Date*

t	AAR	t-hitung	t	AAR	t-hitung
t-10	-0,0126	-2,303	t1	-0,0063	-0,616
t-9	-0,0088	-1,504	t2	-0,0130	-2,424
t-8	-0,0156	-3,010*	t3	-0,0146	-3,485*
t-7	-0,0146	-2,080	t4	-0,0134	-3,071*
t-6	-0,0203	-4,437*	t5	-0,0111	-2,482
t-5	-0,0154	-3,278*	t6	-0,0185	-3,652*
t-4	-0,0131	-3,218*	t7	-0,0171	-4,029*
t-3	-0,0035	-0,615	t8	-0,0095	-2,618
t-2	-0,0109	-2,710	t9	-0,0184	-5,515*
t-1	-0,0126	-2,609	t10	-0,0216	-4,351*
t0	-0,0297	-4,109*			

Sumber : Data olahan SPSS

Keterangan : *signifikan 5%, t tabel = 1.692360

Pada tabel 3 diatas dapat dilihat selama periode *event windows* yaitu 10 hari sebelum, 10 hari setelah *ex-dividend date* dan 1 hari pada saat *event date* (*tanggal ex-dividend*) untuk pengumuman dividen naik ditemukan adanya reaksi yang signifikan beberapa hari baik sebelum *ex-dividend date*, pada saat *ex-dividend date* maupun setelah *ex-dividend date*. Reaksi yang signifikan ditemukan pada hari ke-8 (t-8), hari ke-6 (t-6), hari ke-5 (t-5) dan hari ke-4 (t-4) sebelum *ex-dividend date*, pada saat *ex-dividend date* (t0), pada hari ke-3 (t+3), hari ke-6 (t+6), hari ke-7 (t+7), hari ke 9 (t+9) dan hari ke 10 (t+10) setelah *ex-dividend date*. Reaksi investor ditandai dengan adanya rata-rata *abnormal return* (AAR) negatif dan *p value* < 5%. Berdasarkan nilai t-hitung diketahui bahwa pada masing-masing periode yang menghasilkan reaksi investor yang signifikan terdapat nilai -t-hitung < t-tabel. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 dapat dibuktikan.

Tabel 4
Pengujian *Abnormal Return* Terhadap Pengumuman Dividen Turun
Sebelum dan Setelah *Ex-dividend Date*

t	AAR	t-hitung	T	AAR	t-hitung
t-10	-0,0106	-2,383	t1	-0,0157	-2,380
t-9	-0,0127	-2,650	t2	-0,0153	-2,031
t-8	-0,0083	-1,407	t3	-0,0072	-0,823
t-7	-0,0219	-4,053*	t4	0,0070	0,970
t-6	-0,0162	-2,411	t5	0,0090	1,152
t-5	-0,0195	-3,128*	t6	0,0009	0,108
t-4	-0,0071	-1,256	t7	-0,0002	-0,027
t-3	-0,0141	-3,355*	t8	-0,0127	-2,445

t-2	-0,0144	-2,134	t9	-0,0190	-2,933
t-1	-0,0207	-3,788*	t10	-0,0117	-1,972
t0	-0,0229	-3,142*			

Sumber : Data olahan SPSS

Keterangan : *signifikan 5%, t tabel = 1.684875

Dari tabel 4 diatas menunjukkan bahwa hasil perhitungan t statistik sebelum dan sesudah pengumuman pembayaran deviden turun diketahui terdapat *abnormal return* yang signifikan terjadi pada t-7, t-5, t-3, t-1 dan t0. Dari lima hari tersebut terdapat rata-rata *abnormal return* negatif. Berdasarkan nilai t-hitung diketahui bahwa pada masing-masing periode yang menghasilkan reaksi investor yang signifikan terdapat nilai -t-hitung < t-tabel. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 dapat dibuktikan.

2. Pengujian Hipotesis 3 dan 4

Pengujian hipotesis 3 dan hipotesis 4 adalah untuk mengetahui ada tidaknya pergerakan aktivitas volume perdagangan saham disekitar periode *ex-dividend date* dengan menguji *trading volume activity* (TVA) sebelum, pada saat dan setelah *ex-dividend date*. Hasil pengujian TVA untuk pengumuman dividen naik dan dividen turun sebelum, pada saat dan setelah *ex-dividend date* dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 5
Pengujian Trading Volume Activity Terhadap Pengumuman Dividen Naik
Sebelum dan Setelah Ex-dividend Date

t	Rata-Rata TVA	t-hitung	T	Rata-Rata TVA	t-hitung
t-10	0,00372	4,118*	t1	0,00318	4,473*
t-9	0,00391	3,894*	t2	0,00318	5,876*
t-8	0,00406	3,903*	t3	0,00287	3,796*
t-7	0,00450	3,995*	t4	0,00343	4,048*
t-6	0,00355	5,057*	t5	0,00353	3,587*
t-5	0,00335	5,624*	t6	0,00276	5,003*
t-4	0,00289	5,795*	t7	0,00233	6,512*
t-3	0,00406	4,605*	t8	0,00265	5,508*
t-2	0,00376	4,960*	t9	0,00262	4,739*
t-1	0,00485	2,702**	t10	0,00276	4,878*
t0	0,00459	3,397*			

Sumber : Data olahan SPSS

Keterangan : *signifikan 1%, **signifikan 5%, t tabel = 1.692360

Berdasarkan tabel 5 di atas terlihat bahwa pada periode jendela (*event windows*) selama 21 hari terlihat beberapa hari pasar bereaksi signifikan terhadap pengumuman dividen naik melalui aktivitas volume perdagangan saham (dengan melihat rata-rata TVA) dengan nilai *sig.(two tailed)* < 0,05. Rata-rata TVA perusahaan sampel bernilai positif. Hal ini menandakan bahwa terjadi peningkatan perdagangan saham perusahaan sampel di pasar modal dengan adanya pengumuman dividen naik di sekitar *ex-dividend date*.

Berdasarkan pengujian hipotesis (uji t) dapat di lihat bahwa pada masing-masing periode observasi nilai t-hitung > t-tabel. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis ke-3 dapat dibuktikan.

Tabel 6
Pengujian Trading Volume Activity Terhadap Pengumuman Dividen Turun
Sebelum dan Setelah Ex-dividend Date

t	Rata-Rata TVA	t-hitung	t	Rata-Rata TVA	t-hitung
t-10	0,00337	4,550*	t1	0,00259	3,728*
t-9	0,00299	4,288*	t2	0,00278	3,899*
t-8	0,00278	5,398*	t3	0,00303	4,342*
t-7	0,00300	4,245*	t4	0,00373	4,062*
t-6	0,00299	4,319*	t5	0,00348	3,657*
t-5	0,00360	4,010*	t6	0,00302	3,230**
t-4	0,00318	4,600*	t7	0,00317	3,295**
t-3	0,00320	4,164*	t8	0,00283	4,315*
t-2	0,00304	6,136*	t9	0,00306	4,487*
t-1	0,00400	4,208*	t10	0,00318	4,591*
t0	0,00322	3,913*			

Sumber : Data olahan SPSS

Keterangan : *signifikan 1%, **signifikan 5%, t tabel = 1.684875

Berdasarkan tabel 6 di atas terlihat bahwa beberapa hari pada periode jendela (*event windows*) pasar bereaksi signifikan terhadap pengumuman dividen turun melalui rata-rata TVA dengan nilai *sig.(two tailed)* atau *p.value < 0,05*. Rata-rata TVA saham perusahaan sampel bernilai positif. Hal ini menandakan bahwa terjadi peningkatan perdagangan saham perusahaan sampel di pasar modal dengan adanya pengumuman dividen turun di sekitar *ex-dividend date*. Penurunan dividen dianggap oleh investor sebagai suatu prospek bagi perusahaan untuk dapat meningkatkan laba perusahaan di masa depan dengan memperbesar laba di tahan untuk digunakan membiayai proyek-proyek perusahaan, sehingga peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan laba di masa depan dan menaikkan dividen di masa depan akan semakin besar.

SIMPULAN DAN SARAN

1. SIMPULAN

- a) Pada pengujian terhadap *abnormal return* pada pengumuman dividen naik sebelum dan setelah *ex-dividend date* ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan beberapa hari di sekitar periode *event windows* (21 hari). Reaksi yang signifikan ditemukan 10 hari yaitu pada hari ke-8 (t-8), hari ke-6 (t-6), hari ke-5 (t-5) dan hari ke-4 (t-4) sebelum *ex-dividend date*, pada saat *ex-dividend date* (t0), pada hari ke-3 (t+3), hari ke-6 (t+6), hari

ke-7 (t+7), hari ke 9 (t+9) dan hari ke 10 (t+10) setelah *ex-dividend date*. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji t diperoleh kesimpulan bahwa pengumuman dividen naik mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor yang ditandai dengan adanya *abnormal return* yang signifikan sebelum dan setelah *ex-dividend*. Tetapi nilai dari rata-rata *abnormal return* pada pengumuman dividen naik bernilai negatif.

- b) Pengujian terhadap *abnormal return* pada pengumuman dividen turun sebelum dan setelah *ex-dividend date* ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan beberapa hari di sekitar periode *event windows* (21 hari). *Abnormal return* yang signifikan terjadi pada t-7, t-5, t-3, t-1 dan t0. Dari lima hari tersebut terdapat rata-rata *abnormal return* negatif. Berdasarkan nilai t-hitung dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen turun mempunyai kandungan informasi yang berguna bagi investor yang ditandai dengan adanya *abnormal return* negatif dan signifikan sebelum dan setelah *ex-dividend date*.
- c) Pengujian terhadap *trading volume activity* (TVA) pada pengumuman dividen naik sebelum dan setelah *ex-dividend date* ditemukan adanya *trading volume activity* yang signifikan di sekitar periode *event windows* (21 hari). Rata-rata *trading volume activity* (aktivitas volume perdagangan) saham perusahaan sampel bernilai positif dengan masing-masing periode observasi nilai t-hitung > t-tabel.
- d) Pengujian terhadap *trading volume activity* pada pengumuman dividen turun sebelum dan setelah *ex-dividend date* ditemukan adanya *trading volume activity* yang signifikan di sekitar periode *event windows* (21 hari). Rata-rata *trading volume activity* (aktivitas volume perdagangan) saham perusahaan sampel pada pengumuman dividen turun bernilai positif dengan nilai uji t-hitung > t tabel.
- e) Secara umum hasil penelitian mendukung teori *signalling theory* atau *information content of dividend* karena ditemukan adanya reaksi investor atas pengumuman dividen naik dan dividen turun sebelum dan setelah *ex-dividend date* yang dilihat dari adanya perubahan harga saham yang di proksikan dengan *abnormal return* yang signifikan serta aktivitas volume perdagangan saham yang signifikan.

2. SARAN

- a) Dengan adanya *abnormal return* negatif dan signifikan beberapa hari sebelum dan setelah *ex-dividend date* pada pengumuman dividen naik dan dividen turun nampaknya direspon negatif oleh investor. Hal ini mungkin disebabkan bagi investor dividen bukanlah satu-satunya faktor yang dinilai sangat penting untuk memutuskan berinvestasi atau tidak. Oleh

karena itu sebaiknya perusahaan mencoba mengambil kebijakan dividen tetap atau stabil atau memilih kebijakan dividen yang lain yang sesuai dengan preferensi investor.

- b) Bagi investor sebaiknya memperhatikan dan memanfaatkan sinyal yang diberikan emiten melalui pengumuman *ex-dividend date* dalam membeli dan menjual saham. Investor harus peka terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan pihak emiten untuk mencegah kerugian.
- c) Bagi para regulator khususnya di pasar modal, dengan adanya penelitian ini diharapkan dapat memperhatikan kebijakan-kebijakan yang dikeluarkannya sehingga para pelaku pasar atau investor dapat dengan mudah memperoleh informasi.
- d) Untuk penelitian-penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan menggunakan informasi mengenai perusahaan yang melakukan pembagian dividen dan yang tidak melakukan pembagian dividen untuk melihat bagaimana reaksi investor pada pengumuman tersebut di sekitar *ex-dividend date* sehingga dapat menjadi tambahan informasi bagi investor dan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Amirul, Islam Md and Biplop, Chowdury, 2011, *The Behavior of Stock Price on Ex-dividend Day. A Study on New York Stock Exchange & London Stock Exchange*, Master Thesis Umea School of Business.
- Bhattacharya, Sudipto, 1979, Imperfect Information, Dividen Policy, and The Bird in The Hand Fallacy, *The Bell Journal of Economics*, Vol.10, No.1, p.259-270.
- Blandon, et.al, 2009, The Ex-dividend Day Anomaly in The Spanish Stock Exchange Market, *Global Conference on Business & Economics, Cambridge University*, p. 1-25.
- Dasilas, Apolotolos, 2007, The Ex-dividend Day Stock Price Anomaly : Evidence From Greece, *JEL (Journal of Economic Literature) Classification System*, p. 1-42.
- Elton and Gruber, 1970, Marginal Stock Holder Tax Rates and Clientele Effect, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, Issues 1, p. 68-74.
- Firmansyah dan Violita, 2007, Analisis Pengaruh Pengumuman *Ex-dividen date* Terhadap *Abnormal Return* : Event Study pada Bursa Efek Jakarta. *Integrity-Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.7 No.3. Desember, p.249-262.
- Isaksoon, Anders dan Islam, Md Mohibul 2013, The Ex-Dividend Day Price Behaviour of Blue-Chip Stock : International Evidence, *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol 5, No.1.
- Milonas dan Travlos, 2001, The Ex-Dividend day Stock Price Behaviour in The Athens Stock Exchange, *JEL (Journal of Economic Literature) Classification System*, p.1-15.
- Ramachandra et.al, 2011, Ex-dividend Day Stock Price Behaviour : Evidence From India, Prabhandan, *Journal of Business Administration*, Departement Management Studies and Research, GIT, Belgaum, Issue No.2 Vol. 1, p.35-42.

- Sularso, R.Andi, 2003, Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividen Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 5 No.1*, p. 1-17
- Virida, Yudilla dan Karlina (2009), Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham Sebelum dan Sesudah Ex-dividend date di Bursa Efek Indonesia (BEI), *Proceeding PESAT (Psikologi, Ekonomi, Sastra, Arsitektur dan Sipil) Vol 3, Oktober 2009, Universitas Gunadarma.*