

Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ)

Lani Siaputra

Alumnus Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra, Surabaya

Adwin Surja Atmadja

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra, Surabaya

Email: aplin@peter.petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *ex-dividend date* terhadap perubahan harga saham di Bursa Efek Jakarta. Periode penelitian selama 30 hari, yaitu 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah *ex-dividend date* yang dianalisa dengan menggunakan metode *event study* melalui aplikasi uji beda dua rata-rata berpasangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai rata-rata harga saham sebelum *ex-dividend date* dan nilai rata-rata harga saham sesudah *ex-dividend date* secara statistik berbeda signifikan. Hal ini mengindikasikan, bahwa terjadi pergerakan harga saham yang signifikan selama antara dua periode observasi tersebut akibat pengumuman pembagian dividen. Lebih lanjut, besarnya perubahan harga saham tersebut secara statistik tidak berbeda dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan.

Kata kunci: dividen, *ex-dividend date*, harga saham.

ABSTRACT

This research is aimed to examine the influence of ex-dividend date on stock price movements in the Jakarta Stock Exchange. A 30-days of observation, divided into a 15-days period before and a 15-days period after the ex-dividend date, is analyzed by using an event study method applying the Paired Sample T-test. The result shows that the average price of stocks before the ex-dividend date are significantly different with those after the ex-dividend date. It indicates that there is a significant movement in the stocks' prices between the both periods of observation due to dividend announcement. Far more than that, the research also reveals that the amount of the stocks' price alteration is statistically the same as the amount of their dividend per share.

Keywords: dividend, *ex-dividend date*, stock price.

PENDAHULUAN

Kemajuan perekonomian suatu negara dapat salah satunya dapat direfleksikan oleh aktivitas pasar modal yang ada di negara tersebut. Hal ini didasarkan pada fungsi pasar modal sebagai prasarana transaksi modal yang dapat mempengaruhi pembangunan ekonomi suatu negara.

Sebagai pasar yang sedang berkembang (*emerging market*), pergerakan harga ekuitas di pasar modal Indonesia berfluktuasi relatif tinggi. Kondisi tersebut dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain informasi luar perusahaan (eksternal), serta informasi internal perusahaan, termasuk didalamnya adalah pengumuman pembagian dividen.

Pengumuman pembagian dividen merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi investor untuk berinvestasi. Hasil-hasil pene-

litian sebelumnya menunjukkan bahwa return sahan dan harga saham bereaksi terhadap pengumuman dividen dilihat dari besarnya dividen yang dibagikan (Sularso 2003 dan Pujiono 2002). Reaksi tersebut terjadi khususnya pada hari-hari di sekitar tanggal *ex-dividend*.

Beberapa teori yang berkaitan dengan perilaku harga saham di sekitar *ex-dividend date* secara empiris dirasa masih kurang, serta kurangnya bukti yang mampu menjelaskan secara secara meyakinkan tentang efek dividen terhadap perubahan harga saham di sekitar *ex-dividend date*, menyebabkan timbulnya motivasi untuk meneliti hal tersebut dikaitkan dengan situasi pasar modal Indonesia.

Permasalahan yang hendak diteliti adalah: 1) Apakah secara statistik terdapat perubahan signifikan terhadap harga saham yang terjadi pada periode sebelum dan periode sesudah *ex-*

dividend date yang disebabkan oleh pengumuman dividen di Bursa Efek Jakarta dan 2) Apakah perubahan harga saham tersebut secara statistik setara dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan.

Penelitian ini dibatasi pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ antara tahun 2001-2004. Yang dipakai di penelitian ini adalah perusahaan *listed* di BEJ yang secara konsisten membagikan dividen tunai (*cash dividend*) dari tahun 2001-2004.

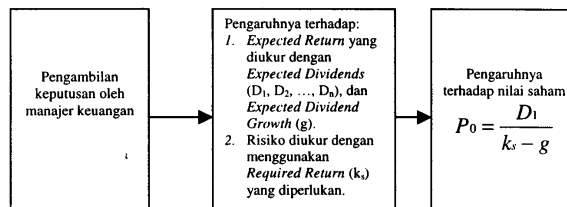
KEBIJAKAN DIVIDEN

Interaksi permintaan dan penawaran di bursa efek, yang pada dasarnya ditentukan oleh aktiva yang diwakilinya, menghasilkan harga saham keseimbangan (*equilibrium price*) atau yang biasa diistilahkan dengan *market value*. Harga ekuilibrium ini merefleksikan tindakan kolektif dari pembeli dan penjual yang didasarkan pada informasi yang tersedia. Saat informasi baru tersedia, pembeli dan penjual diasumsikan segera melakukan aksi dengan mempertimbangkan informasi tersebut, sehingga tercipta suatu keseimbangan baru. Menurut Gitman (2000) proses penyesuaian pasar terhadap informasi baru dapat dipandang dari tingkat keuntungan (*required return*).

Dalam teori *Efficiency Market Hypothesis*, harga saham bereaksi terhadap informasi yang ada, termasuk didalamnya adalah informasi tentang pembagian dividen. Informasi tentang pembagian dividen dipercaya akan dapat mempengaruhi perilaku harga saham di bursa akibat dari aksi investor yang menginginkan keuntungan dari kejadian (*moment*) tersebut.

Kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen (Gitman, 2000). Kebijakan perusahaan dalam membayar dividen berbeda-beda. Berbeda dengan *preferred stocks*, pemegang saham biasa (*common stock*) umumnya menerima pembayaran yang didasarkan pada salah satu dari 3 jenis kebijakan dividen, yaitu: 1) *Constant-Payout-Ratio Dividend Policy* adalah kebijakan dividen yang didasarkan dengan persentase tertentu dari pendapatan, 2) *Regular Dividend Policy* adalah kebijakan dividen yang didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode. Seringkali kebijakan dividen teratur digunakan dengan memakai target rasio pembayaran dividen dan 3) *Low-Regular-an-Extra Dividend Policy* adalah kebijakan dividen yang didasarkan pembayaran dividen rendah yang teratur, ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan.

Pengambilan keputusan finansial oleh manajemen dapat menyebabkan perubahan nilai saham perusahaan. Gambar 1 menunjukkan hubungan antara keputusan finansial, *return*, risiko, dan nilai saham.



Sumber: Sundjaja dan Barlian (2003)

Gambar 1. Pengambilan Keputusan dan Nilai Saham

Dalam kondisi perekonomian normal, tindakan manajemen yang menyebabkan pendapatan dividen meningkat (*changes in expected return*) akan meningkatkan nilai saham. Sebaliknya, tindakan manajemen yang dapat meningkatkan risiko (*changes in risk*) akan meningkatkan *required return* dan menurunkan nilai saham dan sebaliknya.

Karena keputusan manajemen, terutama yang berkaitan dengan masalah finansial perusahaan, seringkali mempengaruhi baik risiko maupun *return* secara bersamaan, maka dampak terhadap nilai saham tergantung kepada ukuran besar-kecilnya perubahan variabel-variabel tersebut.

Dampak lain yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen adalah bahwa kebijakan tersebut secara langsung akan berpengaruh negatif dengan *leverage* keuangan perusahaan (Pujiono, 2002). Artinya, *debt to equity ratio* akan meningkat sesuai dengan proporsi dividen yang akan dibagikan. Meningkatnya nilai *leverage* maka penilaian terhadap perusahaan menjadi buruk yang selanjutnya akan mempengaruhi harga saham di pasar.

HARGA SAHAM DAN EX-DIVIDEND DATE

Tanggal pembayaran dividen ditentukan dengan prosedur pembagian dividen pada umumnya yang berturut-turut adalah sebagai berikut: 1) Tanggal Pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen, 2) Tanggal Pencatatan (*record date*) adalah tanggal atau hari terakhir pada saat perusahaan mencatat semua pemegang saham yang telah terdaftar agar berhak menerima dividen yang dibagikan, 3) Tanggal Tanpa Dividen (*ex-dividend date*) adalah tanggal pada saat hak atas dividen dilepaskan dari sahamnya, dan 4) Tanggal Pembayaran (*payment date*) atau disebut juga *distribution date* adalah

tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengiriskan cek dividen kepada pemegang saham.

Prosedur pembagian dividen tersebut mengakibatkan adanya perbedaan respon investor dalam bertransaksi di pasar modal. Hal ini dapat diindikasikan dengan bervariasinya harga saham dari *declaration date* sampai setelah *ex-dividend date*. Dalam penelitiannya French dan Moon (1999), yang menghitung variansi *return* saham pada saat *declaration date* dan *ex-dividend date*, menemukan adanya kenaikan variansi yang signifikan pada *ex-dividend date*.

Menurut Campbell dan Beranek (1995) pembagian dividen tunai akan mengakibatkan penurunan harga saham pada saat *ex-dividend date*. Lebih lanjut, Michaely dan Villa (1995) juga menyimpulkan bahwa harga saham jatuh pada waktu *ex-dividend date*, heterogenitas dan volume penjualan saham juga mengalami penurunan yang cukup drastis pula.

Dalam penjelasannya Sularso (2003) menyatakan, bahwa pada saat *ex-dividend date* investor pada umumnya memprediksikan, bahwa pembagian dividen akan berdampak pada harga saham. Prediksi ini didasarkan pada pemikiran logis, bahwa investor telah kehilangan hak atas *return* dari dividen. Investor yang berkeinginan mendapat keuntungan, cenderung akan memilih untuk tidak berada dalam posisi beli (*long position*). Dengan demikian harga saham tersebut akan mengalami penurunan sebanding dengan nilai dari *return* yang telah hilang. Adanya pemikiran tersebut akan mendorong harga atau nilai saham di pasar mengalami penurunan sampai mendekati nilai saat dividen diumumkan (Gitman 2000:542).

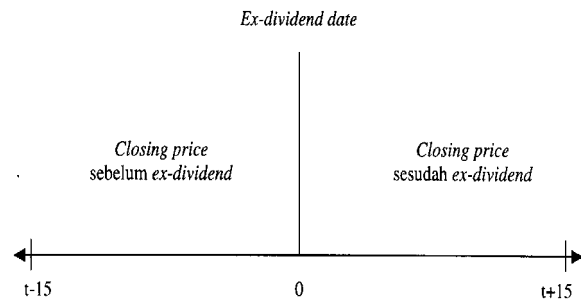
Lebih lanjut, menurut Miller dan Modigliani, harga saham (*common stock*) suatu perusahaan akan turun sebesar dividen yang dibagikan di sekitar *ex-dividend date*. Sedangkan, Boyd dan Jagannathan (1994) mengungkapkan tentang adanya hubungan nonlinier antara persentase perbedaan harga saham dengan *dividend yield* yang terjadi sebagai akibat adanya biaya-biaya transaksi (*transaction costs*) yang mempengaruhi penetapan harga saham. Hal yang berbeda diungkapkan oleh Bhardwaj dan Brooks (1999) yang menyatakan, bahwa dalam jangka pendek terdapat perbedaan antara *dividend income* dan penurunan harga saham pada waktu *ex-dividend date*. Melihat hasil tersebut paling tidak telah memberikan suatu gambaran tentang adanya pengaruh berbeda-beda yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen pada waktu *ex-dividend date*.

Didasarkan atas penelitian Campbell dan Beranek (1995), Michaely dan Vila (1995), Sularso

(2003), Pujiono (2002), dan Gitman (2000), serta dengan mempertimbangkan argumentasi dari Boyd dan Jagannathan (1994) dan Bhardwaj dan Brooks (1999), maka dapat dihipotesiskan, bahwa pertama, akan terjadi perbedaan yang signifikan antara harga saham sebelum *ex-dividend date* dengan harga saham setelah *ex-dividend date* di Bursa Efek Jakarta. Kedua, dihipotesiskan, bahwa selisih perbedaan harga saham tersebut akan sebanding dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan.

METODOLOGI PENELITIAN

Dengan menggunakan data historis terbitan BEJ, secara umum model analisis untuk permasalahan pertama dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Model Analisis Permasalahan Pertama

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: 1) Variabel perubahan harga saham yang diukur dengan cara membandingkan harga saham harian (dalam hal ini digunakan *closing price*) selama 15 hari sebelum *ex-dividend date* dengan *closing price* 15 hari sesudah *ex-dividend date* dari seluruh emiten yang masuk dalam sampel penelitian, dan 2) Variabel berikutnya adalah nilai nominal dividen kas per lembar saham yang dibagikan oleh seluruh sampel emiten .

Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan berbagai kriteria sebagai berikut: 1) Emiten yang *listing* di BEJ antara tahun 2001-2004, 2) Emiten yang terpilih adalah yang secara konsisten dan terus-menerus membagikan dividen dari periode tahun 2001 sampai 2004, 3) Data tanggal pengumuman dividen selama periode tersebut terpublikasi di bursa atau media mass dan 4) Kelengkapan data harga saham dan dividen per lembar saham yang dibagikan selama periode 2001-2004 dari emiten yang mengumumkan dividen tersebut.

Dengan mempertimbangkan kriteria pengambilan sampel tersebut, maka sampel penelitian

secara keseluruhan diketahui berjumlah 24 emiten saja.

Dengan memperhatikan kenormalan data melalui serangkaian pengujian Shapiro-Wilk Test, pengujian hipotesis dilakukan dengan metode *Paired Sample t-Test* terhadap kedua permasalahan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95% ($\alpha=0,05$).

Paired Sample t-Test dilakukan untuk membandingkan: 1) *Closing price* sebelum *ex-dividend date* dengan *closing price* sesudah *ex-dividend date* dengan H_0 kedua kelompok rata-rata sampel secara statistik tidak berbeda signifikan, dan 2) Besarnya nilai perubahan rata-rata harga saham (*closing price*) pada saat sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan nilai nominal

Dividen per lembar saham dengan H_0 yang menyatakan, bahwa nilai perubahan harga saham secara statistik sebanding dengan besarnya nilai dividen per lembar saham yang dibagikan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji ini dilakukan untuk menjamin, bahwa data yang diolah mengikuti distribusi normal. Hal ini dianggap perlu berkaitan dengan proses pengambilan kesimpulan dalam *Paired Sample T-test* yang mensyaratkan data harus mengikuti distribusi normal. *Shapiro-Wilk test* digunakan dalam proses pengujian ini yang hasilnya adalah tidak signifikan ($\alpha = 5\%$), sehingga dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi normal (hasil pengujian lengkap ada pada penulis).

Pengujian Hipotesis I

Pengujian Paired Sample T-test Tiap Saham Emiten Sampel

Uji beda dua rata-rata berpasangan (*Paired Sample T-test*) pertama yang dilakukan untuk membandingkan *closing price* masing-masing saham sebelum *ex-dividend date* dan sesudah *ex-dividend date*. Dengan tingkat α 5%, nilai t kritis 2,145 dengan *degree of freedom* (df) 14, dan nilai t kritis 2,001 untuk df 59. Uji t dilakukan dua sisi (*two tailed*). Pedoman pengambilan keputusan untuk uji hipotesis ini adalah:

- Jika t output > +t tabel atau t output < -t tabel, maka H_0 ditolak yang berarti kedua rata-rata harga tiap saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* adalah berbeda secara signifikan.
- Jika -t tabel < t output < +t tabel, maka H_0 diterima yang berarti kedua rata-rata harga tiap saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* adalah tidak berbeda secara signifikan.

Hasil uji beda dua rata-rata berpasangan diringkas pada Tabel 1.

Secara keseluruhan tahun 2001 sampai 2004, dari 24 saham tersebut ada 7 saham yang tidak mengalami perubahan harga saham yang signifikan sebelum dan sesudah *ex-dividend date*, atau sekitar 29,2% dari jumlah sampel yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa mayoritas (70,8%) dari saham sampel yang ada mengalami perubahan harga yang signifikan ($\alpha = 5\%$) pada kedua periode observasi tersebut.

Pengujian Paired Sample T-test Portfolio Saham Sampel

Uji beda dua rata-rata berpasangan (*Paired*

Tabel 1. Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata Tiap Emiten

Saham	2001		2002		2003		2004		2001-2004	
	T*	H ₀ ditolak/ gagal ditolak	t*	H ₀ ditolak/ gagal ditolak	T*	H ₀ ditolak/ gagal ditolak	t*	H ₀ ditolak/ gagal ditolak	t**	H ₀ ditolak/ gagal ditolak
AALI	-7,357	ditolak	1,750	gagal ditolak	3,014	ditolak	2,665	ditolak	2,131	ditolak
ASBI	15,101	Ditolak	12,053	ditolak	17,486	ditolak	-9,953	ditolak	6,310	ditolak
ASDM	7,874	Ditolak	15,137	ditolak	-5,562	ditolak	-1,445	gagal ditolak	1,974	gagal ditolak
BBCA	-7,592	Ditolak	-0,956	gagal ditolak	2,579	ditolak	-9,043	ditolak	-3,390	ditolak
BDMN	6,837	Ditolak	7,476	ditolak	5,125	ditolak	9,213	ditolak	8,798	ditolak
BLTA	-3,136	Ditolak	3,105	ditolak	4,259	ditolak	-9,749	ditolak	-1,754	gagal ditolak
BMTR	-17,610	Ditolak	13,128	ditolak	-3,626	ditolak	15,811	ditolak	3,181	ditolak
DNKS	-1,305	gagal ditolak	-2,337	ditolak	-6,493	ditolak	5,167	ditolak	-1,257	gagal ditolak
HEXA	-5,744	Ditolak	10,914	ditolak	21,971	ditolak	-0,073	gagal ditolak	4,803	ditolak
HITS	2,915	Ditolak	11,355	ditolak	11,943	ditolak	2,114	gagal ditolak	9,146	ditolak
IGAR	5,137	Ditolak	5,252	ditolak	-5,968	ditolak	-4,125	ditolak	-1,490	gagal ditolak
INDF	-3,954	Ditolak	-0,123	gagal ditolak	8,819	ditolak	-0,054	gagal ditolak	1,693	gagal ditolak
ISAT	-11,339	Ditolak	10,465	ditolak	8,339	ditolak	-1,542	gagal ditolak	1,085	gagal ditolak
LTLS	-4,638	Ditolak	21,881	ditolak	0,859	gagal ditolak	3,666	ditolak	2,578	ditolak
MEDC	-0,072	gagal ditolak	29,557	ditolak	12,346	ditolak	5,662	ditolak	6,079	ditolak
MPPA	-5,641	Ditolak	-2,381	ditolak	-3,135	ditolak	-0,788	gagal ditolak	-4,068	ditolak
PBRX	2,371	Ditolak	6,991	ditolak	-3,287	ditolak	1,941	gagal ditolak	4,064	ditolak
RALS	-0,509	gagal ditolak	9,742	ditolak	-2,562	ditolak	0,906	gagal ditolak	2,103	ditolak
TCID	7,867	Ditolak	3,680	ditolak	-2,782	ditolak	6,926	ditolak	3,268	ditolak
TINS	19,000	Ditolak	0,000	gagal ditolak	-0,586	gagal ditolak	2,492	ditolak	4,225	ditolak
TIRT	9,585	Ditolak	8,232	ditolak	3,246	ditolak	2,079	gagal ditolak	7,825	ditolak
TLKM	-9,553	Ditolak	2,508	ditolak	-0,613	gagal ditolak	-3,047	ditolak	-3,476	ditolak
TRIM	-8,900	Ditolak	6,237	ditolak	2,468	ditolak	2,753	ditolak	0,904	gagal ditolak
UNVR	3,448	Ditolak	4,924	ditolak	2,661	ditolak	2,568	ditolak	5,454	ditolak

t = t observasi (t output)

Sample T-test) untuk membandingkan closing price portfolio saham sebelum ex-dividend date dan sesudah ex-dividend date. Uji ini dilakukan untuk melihat pergerakan harga saham dari keseluruhan saham emiten sampel tiap tahun. Dengan tingkat $\alpha = 5\%$, dari didapat nilai t kritis 1,967 untuk df 359, dan nilai t kritis 1,962 untuk df 1439. Uji t dilakukan dua sisi (two tailed), maka disimpulkan sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata Portfolio Saham

Tahun	Mean	Paired Differences		t	df	Sig. (2-tailed)	H ₀ diterima/ H ₀ ditolak
		Std. Deviation	Std. Error Mean				
2001	-10,88	90,67	4,78	-2,276	359	0,023	H ₀ ditolak
2002	79,31	123,48	6,51	12,187	359	0,000	H ₀ ditolak
2003	24,16	98,63	5,20	4,648	359	0,000	H ₀ ditolak
2004	43,93	162,47	8,56	5,130	359	0,000	H ₀ ditolak
2001-2004	34,13	126,23	3,33	10,261	1439	0,000	H ₀ ditolak

(Hasil lengkap ada pada penulis)

Penolakan terhadap H₀ mengindikasikan, bahwa harga saham secara keseluruhan (portfolio) tiap tahun sebelum ex-dividend date secara statistik berbeda signifikan harga saham yang sama pada periode setelah ex-dividend date. Sedangkan untuk keseluruhan periode 4 tahun, hasil pengujian juga memperlihatkan adanya penolakan terhadap H₀, sehingga secara keseluruhan pada portfolio kedua puluh empat saham tersebut secara statistik terdapat perbedaan yang signifikan antara closing price sebelum ex-dividend date dan closing price sesudah ex-dividend date.

Pengujian Hipotesis II

Pengujian Paired Sample T-test terhadap Besarnya Nilai Perubahan Harga Saham dan Nilai Dividen

Uji beda dua rata-rata berpasangan (Paired Sample T-test) untuk membandingkan rata-rata perubahan rata-rata closing price portfolio saham pada sebelum dan sesudah ex-dividend date yang diperoleh dari hasil analisa sebelumnya dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan dari seluruh emiten sampel. Uji ini dilakukan untuk menjawab permasalahan tentang apakah besar nilai perubahan harga saham sebanding dengan besarnya nilai dividen yang dibagikan. Dengan tetap menggunakan tingkat $\alpha = 5\%$ dengan degree of freedom (df) 23, diperoleh hasil seperti yang diringkas pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata Perubahan Harga Portfolio Saham dan Besar Dividen

Paired Differences	t	df	Sig. (2-tailed)	H ₀
--------------------	---	----	-----------------	----------------

Tahun	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	tailed)	diterima/ H ₀ ditolak
2001	-15,334	103,416	21,110	-0,726	23 0,475 H ₀ diterima
2002	-5,050	130,613	26,661	-0,189	23 0,851 H ₀ diterima
2003	-29,969	119,097	24,311	-1,233	23 0,230 H ₀ diterima
2004	8,383	109,355	22,322	0,376	23 0,711 H ₀ diterima

t tabel = ± 2,069

(Hasil lengkap ada pada penulis)

Dari Tabel 3 diketahui, bahwa pada tiap tahunnya H₀ gagal ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa besarnya nilai perubahan harga saham tidak berbeda secara signifikan atau identik dengan besar nilai dividen yang dibagikan.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, diperoleh hasil uji beda dua rata-rata yang mengindikasikan, bahwa sebagian besar hasil (70,8%) menunjukkan adanya perbedaan secara signifikan antara harga saham sebelum ex-dividend date dan harga saham sesudah ex-dividend date. Selain itu, uji beda dua rata-rata juga memperlihatkan bahwa nilai rata-rata (mean) harga saham sesudah ex-dividend date lebih rendah dari harga saham sebelum ex-dividend date (data lengkap ada pada penulis).

Tabel 2 menunjukkan bahwa keseluruhan portfolio saham tahun 2002 sampai 2004 memiliki perbedaan rata-rata (paired differences mean) harga saham yang positif, yang berarti rata-rata harga saham sebelum ex-dividend date lebih besar dari rata-rata harga saham sesudah ex-dividend date, sehingga dapat dikatakan rata-rata harga saham mengalami penurunan pada ex-dividend date. Hasil ini mengkonfirmasi penelitian Campbell dan Beranek (1995) dan Sularso (2003), meskipun bertentangan dengan Pujiono (2002) yang sebaliknya menyatakan bahwa harga saham di Indonesia mengalami kenaikan sesudah ex-dividend date. Hasil lain dari uji beda mengindikasikan, bahwa saham-saham individu yang sebagian besar mengalami peningkatan nilai dividen yang dibayarkan dari tahun 2002 ke tahun 2003 dan 2004 menunjukkan penurunan yang signifikan pada harga saham di saat ex-dividend date dan sesudahnya. Hal-hal tersebut menegaskan kembali pendapat yang menyatakan, bahwa kebijakan dividen mengandung information content bagi investor dan pemegang saham, sehingga menyebabkan harga saham dan volume perdagangan saham berubah pada waktu ex-dividend date (Michaely dan Vila 1995).

Pengecualian ada pada hasil uji t-test portfolio (gabungan) saham tahun 2001 serta sebagian besar saham individu pada tahun yang sama yang ternyata memiliki perbedaan mean yang negatif. Hal ini berarti harga saham-saham tersebut mengalami kenaikan sesudah ex-dividend date. Faktor yang diduga dapat menjadi penyebab dari

fenomena tersebut adalah berkurangnya nilai dividen yang dibagikan dari tahun 2000 ke tahun 2001 pada mayoritas saham tersebut (data ada pada penulis), sehingga investor yang mengekspektasikan dividen yang lebih besar merasa kurang puas, sehingga memutuskan untuk tetap memegang saham tersebut (*take a long position*) sesudah *ex-dividend date* dengan harapan akan terjadi kenaikan nilai dividen pada periode berikutnya.

Uji beda dua rata-rata berikutnya yang dilakukan memperlihatkan hasil, bahwa besarnya nilai perubahan harga saham antara sebelum dan sesudah *ex-dividend date* secara statistik sama dengan besarnya nilai dividen yang dibagikan. Hal ini sesuai penjelasan yang diberikan oleh Gitman (2000), yaitu pada saat *ex-dividend date* harga saham cenderung turun sampai mendekati nilai dividen yang diumumkan. Meskipun secara statistik sama, tetapi secara absolut nilai nominal dari perubahan harga saham tersebut tidak benar-benar dicerminkan oleh nilai nominal dividen yang dibagikan. Hasil penelitian tahun 2001 menunjukkan kenaikan harga saham mencapai 78,2% dari nilai nominal dividen per lembar saham, tahun 2002 penurunan harga saham sebesar 94,4% dari nilai dividennya, tahun 2003 penurunannya sebesar 65,2% dan tahun 2004 penurunannya sebesar 112,5% dari nilai dividennya (data lengkap ada pada penulis). Hasil tersebut bisa saja terjadi jika biaya-biaya transaksi yang mungkin timbul turut diperhitungkan oleh pelaku pasar dalam proses penilaian harga saham yang hendak dibeli atau dijual, sehingga perbandingan nilai perubahan harga saham dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan tidak berbanding lurus (*non linear*) seperti yang telah dijelaskan oleh Boyd dan Jagannathan (1994).

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Berdasarkan hasil analisis, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut: 1) Pada pengujian terhadap perubahan harga saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* ditemukan adanya perbedaan perubahan harga saham yang signifikan secara statistik yang disebabkan oleh pengumuman dividen pada 70,8% sampel penelitian serta pada portofolio (gabungan) saham per tahunnya. Mayoritas harga saham akan mengalami penurunan pada saat setelah *ex-dividend date*. Secara lebih spesifik diketahui, bahwa harga saham cenderung turun sesudah *ex-dividend date*, bila *return* yang diperoleh dari dividen yang diumumkan mengalami peningkatan sesuai

dengan yang diharapkan investor dibandingkan dengan dividen yang dibagikan pada periode sebelumnya. Sebaliknya, harga saham cenderung naik sesudah *ex-dividend date*, jika *return* dari dividen yang diperoleh mengalami penurunan atau kurang dari yang diekspektasikan investor dan 2) Pada pengujian terhadap besarnya nilai perubahan harga saham dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan dapat disimpulkan, bahwa besarnya nilai perubahan harga saham secara statistik tercermin dalam besarnya nilai dividen per lembar saham yang dibagikan. Hal ini berarti, bahwa harga saham berubah hampir sebesar nilai dividen per lembar saham yang dibagikan. Lebih detail dapat dikemukakan, bahwa jika *return* yang diperoleh dari dividen yang dibagikan kurang dari yang diharapkan oleh investor, maka pada *ex-dividend date* harga saham cenderung naik sebesar *return* yang diperoleh dari dividen tersebut. Sebaliknya, jika *return* yang diperoleh dari dividen sesuai dengan yang diharapkan, maka pada *ex-dividend date* harga saham cenderung turun sebesar *return* dari dividen tersebut. Hal ini merupakan proses penyeimbangan *gain* dan *loss* dalam berinvestasi melalui harga saham dengan adanya dividen yang diperoleh. Sedangkan secara absolut, terjadi sedikit perbedaan antara nilai nominal dari perubahan harga saham dengan nilai nominal dari dividen per lembar saham yang dibagikan. Rasio nilai nominal perubahan harga saham dengan nilai nominal dividen per lembar saham berbeda-beda pada tiap tahunnya, yaitu pada kisaran 65,2% (2003) sampai 94,4% (2002). Berbedanya persentase perbandingan perubahan harga saham dengan nilai dividen per lembar saham merupakan proses penyesuaian pasar dengan adanya penambahan unsur biaya transaksi yang berbeda-beda setiap tahunnya.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil berdasarkan metode *purposive sampling* yang dibatasi oleh berbagai kriteria yang telah ditentukan secara sepihak, sehingga pengumpulan sampel menjadi sangat terbatas dengan periode observasi yang terbatas pula (2001–2004). Adanya keterbatasan ini memungkinkan untuk dilakukannya penelitian sejenis di masa mendatang dengan kriteria yang lebih moderat serta jumlah sampel yang lebih banyak, sehingga dapat menyempurnakan hasil penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

Bhardwaj, R.K. dan Brooks, L.D. (1999) "Further Evidence on Dividend Yield and the Ex-Dividend Day Stock Price and Effect", *Journal of Financial Research*.

- Boyd, J.H. dan Jagannathan, R. (1994) "Ex-Dividend Price of Common Stocks", *Review of Financial Studies*, Volume 7 (3).
- Campbell, J.A. dan Beranek, W. (1995), "Stock Price Behaviour on Ex-Dividend Date", *Journal of Finance*, 425-429
- French, D.W., Varson, P.L. dan Moon, K.P. (1999), "Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return", *SSRN Journal (PDF)* <http://www.ssrn.com> (visited Januari 18th, 2005).
- Gitman, L.J. (2000), "*Principles of Managerial Finance 9th Edition*", USA: Addison Wesley Publishing Company.
- Gujarati, Damodar. (1995), *Basic Econometrics 3rd Edition*, Singapore: McGraw-Hill.
- Dividend Day*", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Volume 5.
- Siamat, D. (2001), *Manajemen Lembaga Keuangan Edisi Ketiga*, Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI
- Sularso, R.A. (2003), "Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (*Return*) Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ)", *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Volume 5.
- Sundjaja, R.S., dan Barlian, I. (2003), "*Manajemen Keuangan 2*", Jakarta: Literata Lintas Media.

Michaely, R., dan Vila, J.L. (1995), "Investors' Heterogeneity, Prices, and Volume Around the Ex-Dividend Day", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 30.

Pujiono (2002), "Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham pada Waktu *Ex-*