

EX-DIVIDEND DATE DAN PERUBAHAN HARGA SAHAM

**Novriyanthi Taungke
Supramono**

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana

Abstract

The aim of this study is to analyze whether the stock prices decrease at ex-dividend date in Indonesia Stock Exchange (IDX) that is determined by amount of dividend drop-off ratio (DDR). This study also attempts to investigate the differences the stock prices decrease at ex-dividend date based on Investment Opportunity Set (IOS). Sample consist of the companies that announced the dividend during 2010-2012 periods. By using non-parametric tests, especially Chi-square Test and Mann Whitney Test, the result of this study showed the stock prices decreased less than dividend amount on ex-dividend date. Besides, the non-growth firms experienced decrease more than growth firms.

Keywords— *ex-dividend date, dividend drop-off ratio, IOS*

Di tengah rencana PT Astra International Tbk (ASII) membagikan dividen, pergerakan saham ASII pagi ini (11/9) terbilang fluktuatif. Data RTI menunjukkan, pada pukul 10.03, saham ASII kembali ke level pembukaan yaitu Rp 6.350. Padahal, pada transaksi sebelumnya, saham produsen otomotif ini sempat naik ke posisi Rp 6.400 dan turun ke level Rp 6.250..... (Kontan, 11 September 2013).

Kutipan berita di atas menunjukkan rencana pembagian dividen oleh PT Astra International Tbk menyebabkan harga saham fluktuatif. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa ada indikasi pengumuman dividen memiliki kandungan informasi. Hal ini sejalan dengan teori

signaling yang menyatakan pengumuman dividen dapat digunakan untuk mengirim sinyal tentang prospek perusahaan kepada investor. Beberapa peneliti telah membuktikan bahwa pengumuman dividen memberikan sinyal berupa *abnormal return* di sekitar pengumuman dividen (Supramono, 2000; Capstaff *et al.* 2004; Yilmaz dan Selcuk, 2010; Taneem dan Yucee, 2011).

Berkenaan dengan pengumuman dividen ada beberapa tanggal penting antara waktu pengumuman dividen sampai pembayaran dividen, salah satunya adalah *ex-dividend date*, secara teoretis pada tanggal tersebut harga saham seharusnya mengalami penurunan sebesar dividen yang dibayarkan karena investor investor yang membeli saham pada saat

Koresponden dengan Penulis

Supramono: Telp/Fax + 62 298 311881

E-mail : supramono@staff.uksw.edu

Ex-Dividend Date dan Perubahan Harga Saham

Novriyanthi Taungke & Supramono

ex-dividend date atau setelah *ex-dividend date*, maka yang memiliki hak atas dividen adalah pemilik saham sebelumnya. Meskipun begitu, perubahan harga saham di sekitar *ex-dividend date* menjadi perdebatan para peneliti. Milonas *et al.* (2002) menyatakan bahwa perdebatan perubahan harga saham pada *ex-dividend date* berawal dari penelitian Elton dan Gruber pada tahun 1970 yang menemukan bahwa harga saham jatuh dengan jumlah yang lebih kecil dari dividen karena berhubungan dengan pajak dividen, sebaliknya Kalay (1982) menemukan bahwa penurunan harga di sekitar *ex-dividend date* tidak berhubungan dengan efek pajak. Penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Milonas dan Travlos (2001), Milonas *et al.* (2002), dan Yahyae *et al.* (2008) juga membuktikan harga saham mengalami penurunan kurang dari besaran dividen pada *ex-dividend date*.

Sementara itu penelitian perubahan harga seputar *ex-dividend date* di Indonesia antara lain telah dilakukan oleh Sularso (2003), Siaputra dan Atmadja (2006), dan Firmansyah dan Violita (2007). Namun, penelitian tersebut masih fokus pada *abnormal return*, tidak meneliti mengenai seberapa besar penurunan harga saham pada *ex-dividend date* jika diukur dengan *dividend drop-off ratio* (DDR). Selain itu, tidak mengaitkan dengan pertumbuhan perusahaan. Padahal, bagi perusahaan yang memiliki nilai atau pertumbuhan yang bagus dimata investor ada kemungkinan tidak terjadi penurunan harga saham pada *ex-dividend date*. Investor lebih mengedepankan *capital gain* dimasa datang. Berdasarkan celah penelitian tersebut dalam penelitian ini diajukan dua pertanyaan penelitian yaitu pertama, apakah terdapat penurunan harga saham pada *ex-dividend date* di Bursa Efek Indonesia yang di ukur dengan *dividend drop-off ratio* (DDR). Kedua, apakah terdapat perbedaan perubahan harga saham pada *ex-dividend date* antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian terdahulu seperti Elton & Gruber (1970) dan Kalay (1982) telah menguji penurunan harga saham pada *ex-dividend date* dibandingkan dengan dividen per saham. Elton & Gruber membuktikan secara empirik bahwa pada *ex-dividend date* nilai *dividend drop-off ratio* menghasilkan nilai yang lebih kecil dari dividen per lembar saham. Selain itu, Elton & Gruber menjelaskan bahwa fenomena *ex-dividend date* didasarkan pada perbedaan tarif pajak terhadap pendapatan dividen dan *capital gain* untuk marginal *long-term* investor.

Penelitian Frank dan Jagannathan (1988) menunjukkan bahwa walaupun tanpa kehadiran pajak, harga saham jatuh pada saat *ex-dividend date* yaitu setengah dari jumlah dividen yang dibayarkan. Pada bursa saham Cina Milonas *et al.* (2002) menemukan dividen yang tidak kena pajak menunjukkan harga saham jatuh pada hari *ex-dividend* dengan jumlah yang sama dengan dividen sedangkan untuk dividen kena pajak, penyesuaian harga tergantung pada tarif pajak yang berlaku atas penghasilan dividen. Hal yang sama juga di temukan oleh Yahyae *et al.* (2008) yang meneliti di Oman, dimana tidak diberlakukan pajak terhadap dividen dan *capital gain*. Yahyae *et al.* membuktikan meskipun tanpa kehadiran pajak atas dividen dan *capital gain*, harga saham jatuh saat *ex-dividend date* tetapi dengan jumlah yang kurang dari nilai dividen. Borges (2008) meneliti di bursa saham Portugal juga menemukan harga saham turun pada saat *ex-dividend date* tidak disebabkan oleh *tax clientele*.

Dari hasil penelitian yang diuraikan di atas mengindikasikan bahwa tanggal *ex-dividend* menyebabkan penurunan harga saham maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut,

H1: Harga saham turun pada *ex-dividend date* di Bursa Efek Indonesia.

Sebenarnya penurunan harga saham tersebut tidak terlepas adanya prospek pertumbuhan perusahaan dimasa datang. Hartono (2009) menjelaskan pertumbuhan perusahaan sering diukur dengan *investment opportunity set* (IOS). Penelitian yang dilakukan oleh Pratiska (2013) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara IOS dan nilai perusahaan. Ini berarti nilai perusahaan ditentukan oleh adanya IOS. Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proksi dari IOS dalam mengukur perusahaan yang mengalami pertumbuhan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari satu. Hal ini berarti bahwa pasar percaya nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya. Terdapat lima proksi IOS yang umum digunakan seperti pada penelitian Eriyana (2002) dan Setyaningsih (2005) yaitu PPE/BVA (rasio *book value of gross property, plant and equipment to the book value of assets*), MVE/BVE (rasio *market to book value of equity*), MVA/BVA (rasio *market to book value of assets*), PER (*price to earning*), dan CAP/BVA (ratio *capital addition to assets book value*).

Ada kemungkinan investor kurang memperhatikan hilangnya peluang memperoleh dividen tetapi lebih mempertimbangkan peluang pertumbuhan investasi dari perusahaan. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan bagus kemungkinan harga saham tidak turun pada saat *ex-dividend date*, bahkan mengalami kenaikan. Sebaliknya, perusahaan yang tidak memiliki pertumbuhan yang bagus mungkin akan mengalami penurunan harga saham pada *ex-dividend date*. Dengan demikian perubahan harga saham pada *ex-dividend date* tergantung dari pertumbuhan perusahaan maka dapat disusun suatu hipotesis sebagai berikut;

H2: *Terdapat perbedaan perubahan harga saham antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh pada ex-dividend date.*

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data merupakan data sekunder yang diperoleh dari pojok bursa UNDIP dan www.idx.co.id. Teknik pengambilan sampel dengan menggunakan *purposive sampling* dengan beberapa kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan yang terdaftar di BEI antara tahun 2010-2012 (2) Perusahaan membagikan *cash dividend* selama periode penelitian (3) Kelengkapan data mengenai *closing price* di sekitar *ex-dividend date* selama periode penelitian (4) Tersedianya laporan keuangan perusahaan selama periode penelitian untuk penggunaan proksi IOS (5) Perusahaan tidak melakukan *corporate action* lain pada *event window*.

Setelah data yang diperoleh memenuhi kriteria yang diuraikan di atas, hipotesis pertama akan diuji secara keseluruhan selama periode 2010-2012. Sedangkan untuk menguji hipotesis kedua berdasarkan pertumbuhan perusahaan, sampel yang telah memenuhi ke lima kriteria di atas akan dipilih berdasarkan pertumbuhan perusahaan. Untuk itu dalam mengelompokkan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh digunakan proksi IOS (*Investment Opportunity Set*). Berdasarkan lima kriteria di atas maka diperoleh 212 perusahaan yang akan diobservasi selama periode 2010-2012. Sedangkan berdasarkan kriteria IOS diperoleh 191 perusahaan bertumbuh dan 191 perusahaan tidak bertumbuh selama periode 2010-2012.

Dengan asumsi tidak adanya biaya transaksi, ekuilibrium penurunan harga (*price drop*) dapat dirumuskan sebagai berikut,

$$\frac{(P_{cum} - P_{ex})}{D} = \frac{1 - t_d}{1 - t_{cg}} \quad (1)$$

dimana,

P_{cum} = harga saham pada cum-dividend date,

P_{ex} = harga saham yang diharapkan pada ex dividend date,

Ex-Dividend Date dan Perubahan Harga Saham

Novriyanthi Taungke & Supramono

D = nilai dividen,

t_d = pajak dividen,

t_{cg} = pajak capital gain.

Persamaan di atas dapat dituliskan kembali menjadi

$$DDR = \frac{(P_{cum} - P_{ex})}{D} \quad (2)$$

Dimana

DDR adalah Dividend Drop-Off Ratio (DDR) yang merupakan besarnya penurunan harga saham pada saat ex-dividen date dibandingkan dengan nilai dividen yang dibayarkan

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menunjukkan adanya *investment opportunity set (IOS)* atau dengan kata lain saham perusahaan memberikan peluang investasi di masa mendatang (Hartono, 2009). Pengukuran faktor IOS yang digunakan pada penelitian ini melibatkan 5 rasio keuangan seperti yang diuraikan pada tabel 1.

Jumlah faktor yang digunakan adalah faktor-faktor yang memiliki nilai eigennya sama dengan

satu atau melebihi total *communalities* dari semua variabel yang digunakan. Kemudian dijumlahkan dan diperingkat dari yang tertinggi ke nilai terendah. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan bertumbuh dan empat puluh persen indeks terendah merupakan klasifikasi perusahaan tidak tumbuh sedangkan indeks faktor yang berada di tengah dua puluh persen dihilangkan karena dianggap kurang esktrim untuk membedakan klasifikasi perusahaan.

HASIL

Data tahun 2010 menunjukkan bahwa ada sebanyak 144 perusahaan yang melakukan pengumuman *cash dividend*, tahun 2011 sebanyak 163 perusahaan dan tahun 2012 terdapat 169 perusahaan. Untuk menghitung besar penurunan dividen digunakan rumus rata-rata *dividend drop-off ratio* (DDR) menggunakan persamaan: $P_{cum} - P_{ex} / D$. Statistik deskriptif mengenai *cash dividend*, harga saham pada *cum-dividend date*, harga saham pada *ex-dividend date*, dan *dividend drop-off ratio* (DDR) yang disajikan pada tabel 2.

Tabel 1. Proksi IOS

Variabel	Perhitungan	Keterangan
PPE/BVA	$\frac{\text{nilai buku aktiva tetap}}{\text{nilai buku total aktiva}}$	Rasio book value of gross property, plant and equipment to the book value of assets.
MVE/BVE	$\frac{(\text{Jumlah saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham})}{\text{Total ekuitas}}$	Rasio market to book value of equity.
PER	$\frac{\text{Harga penutupan saham}}{\text{EPS}}$	Rasio price to earning.
MVA/BVA	$\frac{(\text{Total aktiva} - \text{Total ekuitas}) + (\text{Saham beredar} \times \text{Harga penutupan})}{\text{Total aktiva}}$	Rasio market to book value of assets.
CAP/BVA	$\frac{\text{Tambahan modal dalam satu tahun}}{\text{Total aktiva}}$	Rasio capital addition to assets book value.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	Dividen	Harga saham Cum-dividend	Harga saham Ex-dividend	DDR
Mean (\bar{x})	316.97	9341.90	9280.70	0.36
Stand deviation	1765.90	48173.49	48118.88	3.01
Minimum	0.45	50.00	50.00	-13.80
Maximum	24074.00	708000.00	708000.00	42.00
N	540	540	540	540

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata *cash dividend* yang dibagikan sebesar Rp 316,97 per lembar saham. Standar deviasi *cash dividend* memiliki nilai yang lebih besar dari nilai rata-rata *cash dividend* yang menunjukkan terdapat kesenjangan yang cukup besar antara nilai minimum dan maksimum *cash dividend*. Rata-rata harga saham pada *cum-dividend date* sebesar Rp 9.341,90 dan pada *ex-dividend date* mengalami penurunan sehingga rata-rata harga saham menjadi Rp 9.280,90. Selanjutnya, statistik deskriptif juga menunjukkan rata-rata DDR sebesar 0,36 selama periode 2010-2012. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa selama periode 2010-2012 harga saham pada saat *ex-dividend date* mengalami penurunan 36 % dari nilai dividen yang dibayarkan.

Untuk menentukan jenis teknik analisis yang akan digunakan dalam pengujian hipotesis maka terlebih dahulu harus diketahui distribusi data melalui uji normalitas. Dalam hal ini menggunakan uji *Kolmogorov Sminorv*. Jika nilai sig. < 0,05 berarti data berdistribusi tidak normal, sebaliknya jika nilai sig. > 0,05 maka data berdistribusi normal. Hasil uji normalitas *cash dividend*, harga saham pada *cum-dividend date*, harga saham pada *ex-dividend date*, dan *dividend drop-off ratio* (DDR) menunjukkan nilai sig. < 0,05. Hasil tersebut membuktikan bahwa data untuk variabel yang digunakan selama periode penelitian tidak berdistribusi normal. Data tersebut juga tidak berdistribusi normal ketika dilakukan transformasi data. Oleh karena itu, pengujian yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan metode non-parametrik.

Untuk kepentingan pwnujian hipotesis pertama bahwa terdapat penurunan harga saham dividen pada saat ex- dividen date tersebut maka dilakukan uji perbedaan proporsi antara sampel yang mengalami penurunan harga saham, kenaikan harga saham dan tidak mengalami perubahan harga saham (tetap) pada saat ex-dividen date pada periode 2010-2012 dengan menggunakan uji *Chi-square*. Sampel yang menghasilkan DDR>0 dikelompokkan ke dalam kelompok sampel yang mengalami penurunan harga saham. Sedangkan sampel yang memiliki DDR < 0 dikelompokkan ke dalam kelompok sampel yang mengalami kenaikan harga saham dan untuk sampel yang memiliki DDR=0 dikelompokkan ke dalam kelompok tetap. Berikut hasil uji *Chi-square* perubahan harga saham pada *ex-dividend date* yang disajikan pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Chi-Square (Goodness of Fit) Proporsi Harga Saham Turun, Naik dan Tetap Saat Ex-dividend date

	Observed N	Chi-Square	Df	Asymp. Sig
Turun	268	84.133	2	0.000*
Naik	94			
Tetap	178			
Total	540			

* Keterangan: Tingkat Signifikansi 0,05

Dari hasil uji *chi-square* menunjukkan nilai probabilitas statistik atau Asymp sig. sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 sehingga secara statistik terdapat perbedaan antara proporsi sampel yang mengalami penurunan harga saham, kenaikan harga saham dan yang tidak mengalami

Ex-Dividend Date dan Perubahan Harga Saham

Novriyanthi Taungke & Supramono

perubahan harga saham pada *ex-dividend date*. Hasil yang diperoleh membuktikan bahwa selama periode penelitian banyak sampel yang mengalami penurunan harga saham pada *ex-dividend date* yaitu sebanyak 268 sampel, dibandingkan yang mengalami kenaikan harga saham yang hanya terjadi pada 94 sampel. Sedangkan 178 sampel tidak menunjukkan adanya kenaikan maupun penurunan harga saham pada *ex-dividend date*. Oleh karena itu, hipotesis pertama diterima yaitu terjadi penurunan harga saham pada *ex-dividend date* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Untuk kepentingan pengujian hipotesis kedua pada penelitian ini yang menyatakan adanya perbedaan perubahan harga saham pada *ex-dividend date* antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh maka sampel dibagi ke dalam kelompok perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menggunakan analisis faktor. Langkah pertama dalam analisis faktor adalah menilai apakah variabel yang digunakan layak untuk dimasukkan dalam analisis selanjutnya. Untuk mengetahui layak atau tidaknya analisis faktor yang digunakan dapat dilihat melalui nilai KMO dan nilai *Measure of Sampling Adequacy* (MSA). Variabel layak dianalisis lebih lanjut jika memiliki nilai KMO dan MSA di atas 0,5. Setelah dilakukan uji analisis faktor ternyata walaupun nilai KMO sudah memenuhi persyaratan tetapi nilai *Measure of Sampling Adequacy* (MSA) secara parsial belum memenuhi persyaratan kelayakan maka variabel-variabel belum dapat dianalisis lebih lanjut. Oleh karena itu, langkah selanjutnya adalah mengeluarkan variabel yang memiliki nilai MSA yang paling kecil. Kemudian dilakukan kembali analisis faktor pada variabel-variabel yang telah lolos uji kelayakan. Sehingga analisis faktor baik tahun 2010, 2011 dan 2012 layak untuk dianalisis lebih lanjut. Berikut tabel 4 menyajikan nilai KMO dari sampel yang digunakan.

Pada tabel 4 terlihat bahwa nilai KMO untuk tahun 2010, 2011 dan 2012 telah menunjukkan kelayakan untuk dianalisis lebih lanjut. Jadi, indeks fak-

tor yang digunakan untuk sampel 2010 dan 2012 setelah mengeluarkan variabel CAP/BVA ada 4 variabel yaitu PPE/BVA, MVA/BVA, MVE/BE dan PER. Sedangkan indeks faktor yang digunakan untuk sampel 2011 setelah mengeluarkan variabel PER ada 4 variabel yaitu PPE/BVA, MVA/BVA, MVE/BE dan CAP/BVA. Indeks faktor yang digunakan setiap tahun dijadikan dasar dalam pengelompokan perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. Selanjutnya, indeks faktor IOS yang telah diperoleh dijumlahkan dan diurutkan dari yang terbesar sampai yang terkecil. Kemudian 40 % faktor IOS tertinggi dikelompokkan sebagai perusahaan bertumbuh, 40% faktor IOS terendah dikelompokkan sebagai perusahaan tidak bertumbuh, dan 20 % ditengah-tengah dikeluarkan dari penelitian.

Tabel 4. KMO and Bartlett's Test

	2010	2011	2012
Kaiser-Meyer-Olkin MSA.	0.542	0.525	0.512
Approx. Chi-Square	274.346	138.453	263.499
Df	6	6	6
Bartlett's Test of Sphericity			
Sig	0.000	0.000	0.000

Langkah selanjutnya adalah melakukan perhitungan *dividend drop-off ratio* (DDR) dan uji beda rata-rata DDR dengan uji *Mann-Whitney* antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hasil statistik deskriptif dari *dividend drop-off ratio* (DDR) dan uji beda rata-rata *Mann-Whitney* disajikan pada tabel 5.

Dari tabel statistik deskriptif menunjukkan rata-rata penurunan harga saham atau *dividend drop-off ratio* pada kelompok perusahaan bertumbuh sebesar 0,150 dan 0,498 pada kelompok perusahaan tidak bertumbuh. Hasil tersebut mengindikasikan harga saham pada *ex-dividend date* untuk perusahaan bertumbuh mengalami penurunan se-

besar 15 % dari nilai dividen. Sedangkan pada perusahaan yang tidak bertumbuh penurunannya lebih besar yaitu 49,8 % dari nilai dividen. Hasil ini juga membuktikan bahwa harga saham turun kurang dari besaran dividen yang seharusnya diterima oleh pemegang saham pada *ex-dividend date*. Namun, pada perusahaan bertumbuh rata-rata penurunan harga saham lebih kecil dibandingkan rata-rata penurunan harga saham pada perusahaan tidak bertumbuh.

Tabel 5. Statistik Deskriptif *dividend drop-off ratio* (DDR) dan Uji Mann-Whitney Perusahaan Bertumbuh dan Perusahaan Tidak Bertumbuh

Statistik Deskriptif		
	Perusahaan Bertumbuh	Perusahaan Tidak bertumbuh
Mean (\bar{x})	0.150	0.498
Standar deviation	2.709	3.712
Minimum	-13.799	-12.500
Maximum	17.241	42.000
N	233	204
Uji Mann-Whitney		
DDR		
Mann-Whitney U	20152.000	
Wilcoxon W	47413.000	
Z	-2.795	
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.005*	

* Keterangan: Tingkat Signifikansi 0,05

Hasil uji *Mann-Whitney* menunjukkan besar *Asymp. Sig* < 0.05 yang berarti bahwa terdapat perbedaan rata-rata DDR yang signifikan antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis kedua diterima.

Untuk mengetahui apakah sektor tertentu mengalami penurunan harga lebih besar pada saat *ex-dividen date* dibandingkan sektor lainnya maka dilakukan tambahan analisis berdasarkan sektor. Dalam penelitian ini sampel dibagi ke dalam sektor *Finance* dan *Non-Finance*. Hasil perhitungan DDR dan uji *Mann-Whitney* sektor *Finance* dan *Non-Finance* dapat di lihat pada tabel 6.

Tabel 6. Statistik Deskriptif *dividend drop-off ratio* (DDR) dan Uji Mann-Whitney sektor *Finance* dan *Non Finance*

Statistik Deskriptif		
	Sektor Finance	Sektor Non-Finance
Mean (\bar{x})	0.617	0.304
Standar deviation	2.480	3.109
Minimum	-10.000	-13.799
Maximum	17.241	42.000
N	89	451
Uji Mann-Whitney		
DDR		
Mann-Whitney U	17627.000	
Wilcoxon W	119553.000	
Z	-1.849	
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.064**	

* *Keterangan: Tingkat Signifikansi 0,1

Berdasarkan tabel 6 sektor *Finance* mengalami penurunan harga saham yang lebih besar yaitu 61,7 % dari nilai dividen yang dibayarkan sedangkan sektor *Non-Finance* hanya turun sebesar 30,4 % dari nilai dividen. Hasil perhitungan dari kedua kelompok sektor industri menunjukkan bahwa rata-rata harga saham mengalami penurunan pada saat *ex-dividend date* kurang dari nilai dividen yang dibayarkan. Selanjutnya, hasil perhitungan uji beda rata-rata *Mann-Whitney* memberi bukti bahwa terdapat perbedaan DDR yang signifikan berdasarkan sektor industri yang ditunjukkan oleh nilai *Asymp. Sig.* sebesar 0,064 kurang dari nilai signifikansi 0,1.

PEMBAHASAN

Hasil perhitungan yang telah diuraikan di atas membuktikan bahwa nilai *dividend drop-off ratio* (DDR) kurang dari besarnya dividen yang dibagikan yaitu sebesar 0.36 atau 36 % dari jumlah dividen yang dibayarkan. Hasil ini juga didukung oleh pengujian yang menunjukkan terdapat perbedaan proporsi yang signifikan antara sampel yang mengalami penurunan harga saham dengan sampel

Ex-Dividend Date dan Perubahan Harga Saham

Novriyanthi Taungke & Supramono

yang mengalami kenaikan harga saham dan yang tidak mengalami perubahan harga saham pada *ex-dividend date* selama periode 2010-2012. Proporsi sampel yang mengalami penurunan sebanyak 268 pengumuman dan proporsi sampel mengalami kenaikan harga saham sebanyak 94 pengumuman. Sedangkan proporsi sampel yang tidak mengalami perubahan harga saham pada *ex-dividend date* sebanyak 178. Terlihat jelas bahwa pada *ex-dividend date* harga saham sebagian besar mengalami penurunan.

Hasil tersebut dapat menunjukkan bahwa dividen masih menjadi pertimbangan investor di Bursa Efek Indonesia untuk berinvestasi di instrumen saham. Hasil ini juga sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang membuktikan bahwa harga saham jatuh lebih kecil dari besarnya dividen pada *ex-dividend date* (Elton & Gruber, 1970; Kalay 1982; Yahyaee *et al.*, 2008; Borges, 2008). Turunya dividen tersebut sebenarnya juga dapat dijelaskan melalui *Bird-in-the-hand theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain* dengan anggapan bahwa dividen lebih pasti dibandingkan *capital gain* sehingga dividen sangat cocok untuk investor yang kebanyakan bersifat *risk averse*. Meskipun begitu karena penurunan harga saham yang tidak sebesar dividen memberikan indikasi bahwa investor di Indonesia juga mempertimbangkan prospek perusahaan dengan harapan dapat memperoleh *capital gain*.

Jika di lihat dari pertumbuhan perusahaan (IOS) ada kemungkinan harga saham tidak mengalami penurunan yang tajam. Oleh karena itu, kemungkinan terdapat perbedaan perubahan harga saham antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Nilai penurunan harga saham pada perusahaan tidak bertumbuh lebih besar hampir 50 % dari jumlah dividen sedangkan penurunan harga saham yang terjadi pada perusahaan bertumbuh hanya sebesar 0,150 atau 15 % dari jumlah dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor juga

memperhatikan pertumbuhan perusahaan dalam berinvestasi sehingga penurunan harga saham pada *ex-dividend date* lebih kecil terjadi pada perusahaan yang bertumbuh. Dengan demikian investor mau berkorban berupa "kerugian" jangka pendek akibat tidak memperoleh dividen, untuk mendapatkan kompensasi yang jauh lebih besar berupa kenaikan harga saham dimasa datang atas saham yang dikoleksinya berasal dari perusahaan yang berprospek bagus.

Selain itu, hasil tambahan analisis juga membuktikan DDR yang dihasilkan oleh sektor *Finance* dan *Non-finance* menunjukkan adanya penurunan harga saham pada *ex-dividend date*. Namun, penurunan harga saham lebih besar terjadi pada sektor *Finance* yaitu 61,7 % dari nilai dividen. Sedangkan sektor *Non-finance* hanya mengalami penurunan harga saham sebesar 30,4 %. Penurunan harga saham pada sektor *Finance* cukup besar menunjukkan investor pada sektor *finance* memiliki harapan besar bahwa dividen merupakan sumber utama pendapatan investasi dibandingkan *capital gain* yang memiliki ketidakpastian tinggi. Dengan kata lain, karena investor tidak memperoleh klaim dividen pada saat pembelian di *ex-dividend date* maka investor yang bersangkutan membutuhkan kompensasi berupa harga saham yang relatif lebih murah.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Rata-rata harga saham pada *ex-dividend date* mengalami penurunan di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 36% dari nilai dividen yang dibayarkan. Penurunan harga saham yang terjadi pada *ex-dividend date* ini memberikan indikasi bahwa investor memprioritaskan dividen atau lebih menyukai dividen. Perusahaan bertumbuh memiliki penurunan harga saham yang cenderung relatif lebih kecil dibandingkan perusahaan tidak bertumbuh. Hal ini mungkin terjadi karena investor lebih mengharapkan *capital gain* pada perusahaan yang bertumbuh.

Saran

Hasil penelitian ini dapat memberi implikasi bahwa bagi investor ada sebaiknya membeli saham pada *ex-dividend date* karena rata-rata harga saham pada tanggal ini menunjukkan penurunan harga sehingga investor dapat membeli saham dengan harga yang relatif murah. Sudah barang tentu dengan mempertimbangkan saham yang dibelinya merupakan saham perusahaan yang bertumbuh.

Penelitian ini tidak terlepas adanya keterbatasan sehingga terbuka peluang untuk perbaikan dimasa datang. Penelitian ini tidak memiliki data empirik mengenai preferensi investor apakah berdasarkan *capital gain* atau dividen. Untuk penelitian selanjutnya dapat menganalisis preferensi investor tersebut antara lain dengan melakukan eksperimen kepada mahasiswa. Dalam eksperimen tersebut, mahasiswa diberikan studi kasus yang menunjukkan apakah investor lebih menyukai *capital gain* atau dividen dalam berinvestasi saham dan selanjutnya dikaitkan keputusan transaksi pada *ex-dividend date*.

DAFTAR PUSTAKA

- Borges, M. R. 2008. The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal. *International Atlantic Economic Society*, 36(1), 15-30
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. 2011. *Buku 2: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Capstaff, J. Klaeboe, A., & Marshall, A.P. 2004. Share Price Reaction to Dividend Announcements: Empirical Evidence on the Signaling Model from the Oslo Stock Exchange. *Multinational Finance Journal*.
- Elton, E.J. & M.J.Gruber.1970. Marginal Stockholder Tax Rate and Clientelle Effect. *Review of Economic and Statistics*, 52 (1) 68 - 74
- Eriyana, S. 2002. *Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Kenaikan Cash Dividend, Penurunan Cash Dividend, dan Stock Dividend Berdasarkan Pertumbuhan Investasi Perusahaan*. Tesis. Magister Manajemen Universitas Kristen Satya Wacana.
- Firmansyah, R. & Violita, E.S. 2007. Analisis Pengaruh Pengumuman Ex-Dividend Date Terhadap Abnormal Return: Event Study pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(3), 249-262
- Frank, M. & Jagannathan, R. 1998, "Why do stock prices drop by less than the value of the dividend? Evidence from a country without taxes", *Journal of Financial Economics*, 47 (2), 161"88.
- Gaver, J.J. & Kenneth M. Gaver, K.M. 1993. Additional Evidence on the association between the Investement opportunity Set and Coprortate Financing, Dividen and Compensation Policies *Journal of Accounting and Economics*, 126(1): 125 - 160
- Hartono, J. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Kalay, A.1982. The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Price: A Re-Examination of the Clientelle Effect. *Journal of Finance*, 37, 1059-1070
- Kontan. 2013. *Berencana Bagi Dividen, Saham ASII Bergerak Liar*. <http://investasi.kontan.co.id/news/berencana-bagi-dividen-saham-asii-bergerak-liar> (Diakses tanggal 24 Juni 2014)
- Miller, M. & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, 411-433
- Milonas, N.T. & Travlos, N.G. 2001. The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange. *Working Paper Series, Cardiff University Business School, UK, June*.
- Milonas, N.T., Travlos, N., Xiao, J.Z. & Tan, C. (2002). The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market. *Working Paper Series, Cardiff University Business School, UK, April*.
- Pratiska, S. 2013. *Pengaruh IOS, Leverage, dan Dividend Yield Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI*, <http://ojs.unud.ac.id/index.php/EEB/article/view/4804/3750> (Di unduh 23 Juni 2014)
- Samsul, M. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Erlangga.
- Sartono, R. A.2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.

Ex-Dividend Date dan Perubahan Harga Saham

Novriyanthi Taungke & Supramono

- Setyaningsih, 2005. *Analisis Perbedaan Kebijakan Pendanaan, Dividend dan Return Saham pada Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Pendekatan Proksi Investment Opportunity Set (IOS)*. Tesis. Magister Manajemen Universitas Kristen Satya Wacana.
- Siaputra, L., dan Atmadja A.S. 2006. Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 71-77.
- 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*, 5(1), 1 -17
- Smith, C. W. Jr. & Watts, R. L., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263- 292
- Supramono. 2000. Dividend Announcement Effect on Stock Return: A Test of Signaling Hypothesis in the Indonesian Stock Market. *Gajah Mada International Journal of Business*, 2,(September); 351 -368.
- Taneem, S. & Yuce, A. 2011. Information Content Of Dividend Announcements: An Investigation Of The Indian Stock Market. *International Business & Economics Research Journal* – 10(5),49-57.
- Yahyaee, K.A., Pham, T. & Walter, T. 2008. Ex-Dividend Day Behavior in the Absence of Taxes and Price Discreteness. *International Review of Finance*, 8 (3-4), 103–123.
- Yilmaz, A.A & Selcuk, E.(2010. Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul. *International Business Research* 3(3),126-132