

PERUBAHAN *ABNORMAL RETURN* DAN VOLUME PERDAGANGAN PADA HARI SEKITAR *CUM-DIVIDEND DATE* DI BURSA EFEK INDONESIA

Eka Lavista

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember
ekalavista@gmail.com

Elok Sri Utami

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember
elok_utami@yahoo.co.id

Novi Puspitasari

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember
novipuspitasari@unej.ac.id

Abstract: *The purpose of this study is to examine the changes of the stock prices and stock volume traded on the Indonesia Stock Exchange (IDX) on the last day where the shareholders would still possess the right to dividends (cum-dividend date). The population of this study was all public companies listed in the IDX in 2013 that distributed their dividends continuously from 2014 to 2016. The sample consisted of 118 companies collected by using purposive sampling approach. The results showed that there was a difference of abnormal return and trading volume activity on the days around the cum-dividend date.*

Keywords: *dividen, cum-dividend date, abnormal return, trading volume activity, event study.*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis perubahan harga saham dan volume saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada hari terakhir dimana pemegang saham masih akan berhak atas dividen (*cum-dividend date*). Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* pada tahun 2013 yang terdaftar di BEI yang membagikan dividen secara terus menerus pada tahun 2014 sampai 2016. Sampel penelitian terdiri dari 118 perusahaan yang diambil dengan pendekatan *purposive sampling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada hari-hari sekitar *cum-dividend date*.

Kata kunci: *dividen, cum-dividend date, abnormal return, trading volume activity, event study.*

Pendahuluan

Pasar modal merupakan salah satu tempat yang dapat digunakan bagi investor untuk menginvestasikan sebagian dana yang mereka miliki. Secara umum pasar modal dapat diartikan sebagai suatu sistem keuangan yang terorganisasi, di dalamnya termasuk bank-bank komersial dan semua lembaga keuangan lainnya serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar yang disiapkan untuk memperdagangkan saham, obligasi dan jenis surat berharga lainnya menggunakan jasa perantara pedagang efek (Sunariyah, 2000:4). Pasar modal, yang dikenal juga dengan sebutan bursa efek, menjadi sarana

transaksi perdagangan saham antar investor dan berperan juga sebagai penunjang pengembangan perusahaan-perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan melalui penjualan saham.

Pasar modal menjadi media bagi pihak yang kelebihan dana (investor atau calon pemegang saham) dan kekurangan dana (perusahaan). Investor dapat membeli saham di pasar perdana dan pasar sekunder. Perusahaan dapat menjual saham baru atau menjual saham yang sudah ditempatkan dan disetor penuh, dikenal dengan sebutan pencatatan saham perusahaan (*company listing*). Investor di pasar modal berharap untuk mendapatkan *capital gain* (keuntungan jual beli saham) dan dividen atas kepemilikan saham.

Proses penetapan atau keputusan pembayaran dividen tidak selalu sama antar perusahaan bahkan antar negara. Berbeda dengan di negara-negara barat dimana besar kecilnya dividen ditetapkan oleh manajemen, di Indonesia keputusan besar kecilnya dividen ditetapkan dalam rapat umum pemegang saham. Perbedaan ini membawa konsekuensi pada respon investor dimana ketidakpastian terkait dengan membagi atau tidak membagi di negara barat lebih tinggi daripada di Indonesia. Investor di Indonesia tidak terlalu besar menghadapi ketidakpastian tentang dividen karena besarnya diketahui pada saat rapat umum pemegang saham.

Perusahaan dengan imbal hasil dividen yang tinggi secara teori akan memiliki tingkat pengembalian atas investasi yang tinggi daripada perusahaan dengan imbal hasil dividen rendah. Hal ini terjadi karena investor harus membayar pajak atas dividen yang tinggi sementara pajak atas *capital gain* dapat ditunda sampai dengan benar-benar diterimanya *capital gain*. Hasil penelitian empiris masih belum konklusif, karena ada perbedaan di antara keduanya. Aharony dan Swary (1980) melaporkan bahwa perusahaan yang mengumumkan adanya kenaikan dividen akan mengalami kenaikan harga saham yang tercermin dari perubahan *cumulative abnormal return*-nya dan segitu sebaliknya.

Dividen sebagai sebuah sinyal akan menjadi alasan bagi perusahaan untuk menunjukkan kemampuan keuangan dan prestasi kerjanya. Sinyal akan berhasil apabila yang dilakukan oleh perusahaan dengan kinerja bagus melalui pembagian dividen tidak dapat diikuti oleh pesaingnya. Investor dengan orientasi *capital gain* berharap bahwa harga saham perusahaan yang membagi dividen akan naik. Jika harga saham naik, investor tidak hanya memperoleh *capital gain*, tetapi juga

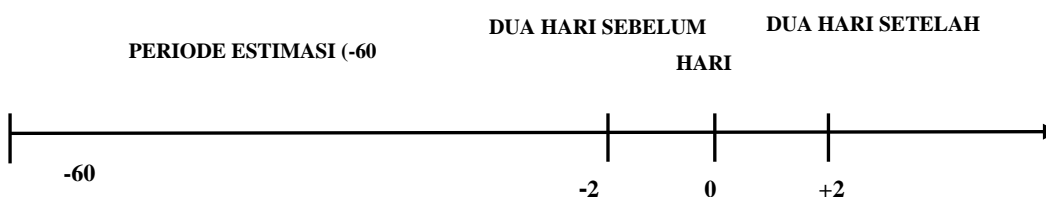
memperoleh dividen tunai jika masih memegang saham perusahaan maksimal sampai dengan hari dimana saham tidak berdividen (*ex-dividend date*).

Penelitian di Indonesia tentang efek perubahan dividen terhadap harga saham menunjukkan hasil bervariasi. Misalnya, Siaputra dan Atmadja (2006) menemukan adanya perbedaan harga saham antara sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Firmansyah dan Violita (2007) juga menemukan yang sama bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman saham, khususnya di hari *ex-dividend date*. Sedangkan Winarno (2006) tidak menemukan adanya reaksi positif pasar atas pengumuman kenaikan dividen dalam bentuk tidak adanya kenaikan harga yang signifikan.

Penelitian atas respon pasar terhadap kebijakan dividen sejauh ini lebih diarahkan pada ada tidaknya abnormal return di hari atau tanggal pengumuman dividen. Penelitian yang secara khusus mengkaji perubahan harga saham dan volume saham yang diperdagangkan pada hari terakhir dimana pemegang saham masih akan berhak atas dividen (*cum-dividend date*) belum banyak dilakukan. Tujuan penelitian ini adalah: (1) menganalisis perbedaan abnormal return saham antara sebelum, saat dan sesudah *cum-dividend date*; (2) Menganalisis perbedaan volume perdagangan saham antara sebelum, saat dan sesudah *cum-dividend date*.

Metodologi

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif kuantitatif yang mencoba menjelaskan secara deskriptif perubahan-perubahan nilai variabel-variabel penelitian dengan pengujian atas hipotesis yang diajukan. Penelitian jenis ini termasuk kedalam penelitian kuantitatif. Periode estimasi analisis data ditunjukkan pada Gambar 1. berikut.



Gambar 1. Periode Estimasi Penelitian

Sumber: Gumanti (2013), dimodifikasi

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang membagikan dividen tunai tahun 2014 sampai 2016 merupakan populasi penelitian ini, hal ini berarti mencakup tiga tahun analisis. Sampel penelitian ditetapkan dengan metode

purposive sampling. Kriteria untuk menetapkan sampel penelitian adalah sebagai berikut.

1. Perusahaan harus sudah menjadi perusahaan publik tahun 2013. Hal ini ditetapkan guna menghindari bias pada besaran dividen pada saat sebelum penawaran saham perdana (*initial public offerings = IPO*) dibandingkan dengan setelah IPO.
2. Perusahaan harus membagikan dividen secara terus menerus selama tiga tahun analisis. Hal ini disyaratkan untuk mendapatkan konsistensi dalam penilaian pasar.
3. Saham perusahaan yang membagi dividen harus likuid dengan kriteria setidaknya ditransaksikan minimal sebanyak 100 kali dalam satu tahun. Hal ini ditetapkan untuk menghindari bias atas saham-saham yang tidak ditransaksikan secara rutin (*saham tidur*).

Variabel utama penelitian ada dua, yaitu *Abnormal return* dan volume perdagangan saham. *Abnormal return* yaitu selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Volume perdagangan saham adalah jumlah lembar saham yang diperdagangkan dalam satu hari dibandingkan dengan jumlah saham beredar.

Semua variabel penelitian diukur dengan menggunakan skala rasio. Skala rasio yang dimaksud dinyatakan dalam persentase untuk variabel perubahan harga saham (*abnormal return saham*) dan volume perdagangan saham.

Analisis data yang digunakan untuk menjawab tujuan penelitian berturut-turut diuraikan sebagai berikut

1. Statistika Deskriptif

Pada penelitian ini, data akan dideskripsikan untuk mendapatkan gambaran tentang pola atau pergerakan data pada masing-masing variabel penelitian.

2. Uji beda rata-rata (*t-test for mean difference*)

Uji beda rata-rata digunakan untuk menguji hipotesis jika data penelitian memiliki distribusi normal. Uji ini digunakan untuk mengetahui ada *abnormal return* dan perubahan volume saham yang diperdagangkan pada hari-hari di sekitar *Cum-dividend date* dan apakah terdapat perbedaan return saham di hari-hari sekitar *cum-dividend*.

3. Uji beda median dengan uji Wilcoxon (*Wilcoxon test for median*)

Uji Wilcoxon digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan return saham di hari-hari sekitar *cum-dividend*. Uji Wilcoxon juga dilakukan untuk menguji hipotesis atas ada tidaknya perubahan volume saham yang diperdagangkan di sekitar hari *cum-dividend*.

Hipotesis Pertama dan Kedua penelitian akan dijawab dengan uji beda rata-rata atas *abnormal return* saham saat *cum-dividend date* dan sesudah *cum-dividend date* apabila distribusi datanya adalah normal. Jika distribusi data penelitian tidak normal, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan uji beda median (Wilcoxon *signed-rank test*) untuk hipotesis Pertama dan Kedua.

Hasil dan Pembahasan

Hasil

Tabel 1. Statistik Deskriptif *Abnormal return* di Hari-hari Sekitar *Cum-dividend*

No	Keterangan	Mean	Median	Minimum	Maksimum	Dev. Stand.
Panel A. Tahun 2015						
1	Hari Minus 2	0,0053	0,0027	-0,0451	0,0789	0,0185
2	Hari Minus 1	-0,0006	-0,0005	-0,0904	0,1302	0,0224
3	<i>Cum-dividend date</i>	0,0023	-0,0002	-0,0525	0,1113	0,0209
4	Hari Plus 1	-0,0117	-0,0068	-0,1920	0,1036	0,0333
5	Hari Plus 2	0,0025	0,0004	-0,0513	0,0678	0,0216
Panel B. Tahun 2016						
1	Hari Minus 2	0,0072	0,0006	-0,0934	0,1897	0,0317
2	Hari Minus 1	0,0053	0,0004	-0,0551	0,2337	0,0296
3	<i>Cum-dividend date</i>	-0,0002	-0,0002	-0,0784	0,0440	0,0196
4	Hari Plus 1	-0,0121	-0,0067	-0,1002	0,1109	0,0315
5	Hari Plus 2	-0,0047	-0,0017	-0,1008	0,0629	0,0235

Sumber: diolah

Nilai rata-rata *abnormal return* positif pada hari *cum-dividend* untuk data tahun 2015 menyiratkan bahwa secara rata-rata investor memperoleh keuntungan pada hari *cum-dividend*. Hal yang sebaliknya terjadi untuk data tahun 2016, dimana nilai rata-rata *abnormal return* pada hari *cum-dividend* justru negative. Artinya, pada hari itu, secara rata-rata investor mengalami kerugian.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Volume Perdagangan Saham di Hari-hari Sekitar *Cum-dividend*

No	Keterangan	Mean	Median	Minimum	Maksimum	Dev. Stand.
Panel A. Tahun 2015						
1	Hari Minus 2	0,0010	0,0003	0,0000	0,0216	0,0024
2	Hari Minus 1	0,0013	0,0004	0,0000	0,0378	0,0037
3	<i>Cum-dividend</i> date	0,0013	0,0005	0,0000	0,0165	0,0026
4	Hari Plus 1	0,0012	0,0004	0,0000	0,0214	0,0029
5	Hari Plus 2	0,0011	0,0003	0,0000	0,0417	0,0039
Panel B. Tahun 2016						
1	Hari Minus 2	0,0016	0,0004	0,0000	0,0216	0,0033
2	Hari Minus 1	0,0016	0,0004	0,0000	0,0257	0,0038
3	<i>Cum-dividend</i> date	0,0015	0,0006	0,0000	0,0216	0,0028
4	Hari Plus 1	0,0012	0,0004	0,0000	0,0216	0,0025
5	Hari Plus 2	0,0010	0,0004	0,0000	0,0216	0,0025

Sumber: diolah

Nilai median aktivitas perdagangan saham cenderung meningkat menjelang dan saat *cum-dividend* date, lalu menurun setelah *cum-dividend* date. Hal ini menyiratkan adanya peningkatan frekuensi saham yang diperdagangkan menjelang dan saat *cum-dividend* date.

Untuk pengujian normalitas data pada *abnormal return* untuk tahun 2015 dan 2016, hanya pada hari Plus 1, dimana distribusi data penelitian ditemukan normal. Sedangkan, pada hari-hari yang lain, distribusi data penelitian ditemukan tidak normal. Sedangkan untuk volume perdagangan saham untuk tahun 2015 dan 2016, tidak ada satupun data yang memiliki distribusi normal. Artinya, semua data berdistribusi tidak normal.

Pengujian Ada Tidaknya *Abnormal Return*

Pada tahun 2015 ditemukan hanya ada satu hari dimana *abnormal return* berbeda dari nol. Artinya, pada hari itu, *abnormal return* diperoleh investor jika membeli saham sebelum hari itu dan menjualnya di hari itu. pada data tahun 2016, dimana dari lima pengamatan, ada tiga hari yang nilai rata-rata *abnormal return*-nya adalah signifikan (berbeda dari nol). Ketiga hari yang dimaksud adalah hari Minus 2 (positif), Plus 1 (negatif), dan Plus 2 (negatif).

Secara umum, hasil analisis atas ada tidaknya *abnormal return* menunjukkan ketidak-konsistenan hasil. Rata-rata *abnormal return* tidak selalu positif di hari *cum-dividend* dan hari-hari menjelang *cum-dividend*. Demikian juga halnya, rata-rata *abnormal return* tidak selalu negatif setelah *cum-dividend*. Namun demikian, setidaknya ada bukti yang mendukung teori dan empiris bahwa pada *ex-dividend* date, rata-rata *abnormal return* adalah negatif.

1. Uji Hipotesis 1

Tabel 3. Hasil Uji Beda Median *Abnormal Return*

Keterangan	M2-CD		M1-CD		CD-P1		CD-P2	
	M2	CD	M1	CD	CD	P1	CD	P2
Panel A: Tahun 2015								
Median	0,0027	-	-	-	-	-	-	0,0004
		0,0002	0,0005	0,0002	0,0002	0,0068	0,0002	
Beda median	0,0025		-0,0003		-0,0066		-0,0002	
z-hitung	-3,949		-4,399		-3,831		-2,653	
p-value	0,000		0,000		0,000		0,008	
Kesimpulan	Ada perbedaan		Ada perbedaan		Ada perbedaan		Ada perbedaan	
Panel B: Tahun 2016								
Median	0,0004	0,0006	0,0004	0,0006	0,0006	0,0004	0,0006	0,0004
Beda median	-0,0002		-0,0002		-0,0002		-0,0002	
z-hitung	-1,247		-0,721		-4,057		-2,358	
p-value	0,213		0,471		0,000		0,018	
Kesimpulan	Tidak ada beda		Tidak ada beda		Ada perbedaan		Ada perbedaan	

Sumber: diolah

Keterangan:

M2 adalah hari Minus 2, M1 adalah hari Minus 1, CD adalah hari *cum-dividend*, P1 adalah hari Plus 1, dan P2 adalah hari Plus 2.

Hasil pengujian hipotesis pertama untuk tahun 2015 menunjukkan adanya perbedaan *abnormal return* antar pasangan hari. Semua pasangan hari menunjukkan signifikan pada tingkat 99% ($\alpha = 1\%$). Artinya, terdapat perbedaan nilai *abnormal return* antara hari-hari sebelum dan hari *cum-dividend* dan antara *cum-dividend* dan hari-hari sesudahnya. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa untuk data tahun 2015, hipotesis pertama penelitian yang menyatakan *abnormal return* saham berbeda antara sebelum, saat dan sesudah hari *cum-dividend* diterima.

Pada tahun 2016 dari empat pasang hari yang diuji, perbedaan signifikan hanya ditemukan pada pasangan hari *cum-dividend* dengan hari Plus 2 pada tingkat 95% ($\alpha = 5\%$). Artinya, terdapat perbedaan nilai *abnormal return* antara hari *cum-dividend* dan hari Plus 2. Sedangkan tiga pasangan hari yang lain tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa untuk data tahun 2016, hipotesis pertama penelitian yang menyatakan *Abnormal return* saham berbeda antara sebelum, saat dan sesudah hari *cum-dividend* ditolak. Artinya, tidak ada perbedaan signifikan nilai rata-rata *abnormal* pada hari sebelum *cum-dividend* dan sesudah *cum-dividend*.

2. Uji Hipotesis 2

Tabel 4. Hasil Uji Beda Median Trading Volume Activity

Keterangan	M2-CD		M1-CD		CD-P1		CD-P2	
	M2	CD	M1	CD	CD	P1	CD	P2
Panel A: Tahun 2015								
Median	0,0003	0,0005	0,0004	0,0005	0,0005	0,0004	0,0005	0,0003
Beda median	-0,0002		-0,0001		-0,0001		-0,0002	
z-hitung	-2,439		-0,965		-1,747		-3,266	
p-value	0,015		0,334		0,081		0,001	
Kesimpulan	Ada perbedaan		Tidak ada beda		Tidak ada beda		Ada perbedaan	
Panel B: Tahun 2016								
Median	0,0004	0,0006	0,0004	0,0006	0,0006	0,0004	0,0006	0,0004
Beda median	-0,0002		-0,0002		-0,0002		-0,0002	
z-hitung	-1,759		-1,417		-2,885		-4,152	
p-value	0,079		0,157		0,004		0,000	
Kesimpulan	Tidak ada beda		Tidak ada beda		Ada perbedaan		Ada perbedaan	

Sumber: diolah

Keterangan:

M2 adalah hari minus dua, M1 adalah hari minus satu, CD adalah hari cum-dividend, P1 adalah hari plus satu, dan P2 adalah hari plus dua.

Hasil pengujian untuk data tahun 2015 menunjukkan ada dua pasang hari yang perbedaan nilai aktivitas volume perdagangan saham secara statistik signifikan dan dua pasangan hari yang tidak signifikan. Perbedaan nilai aktivitas volume perdagangan saham ditemukan signifikan antara pasangan hari Minus 2 dan hari *cum-dividend* ($p < 5\%$) dan antara hari *cum-dividend* dan hari Plus 2 ($p < 1\%$). Adapun median nilai aktivitas volume perdagangan saham pasangan hari Minus 1 dengan hari *cum-dividend* dan pasangan hari *cum-dividend* dengan hari Plus 1 tidak signifikan. Mengacu pada hasil pengujian, dapat dinyatakan bahwa untuk data tahun 2015, hipotesis penelitian yang menyatakan aktivitas volume perdagangan saham berbeda antara sebelum, saat dan sesudah hari *cum-dividend* diterima.

Data tahun 2016 dalam hal ini hasil pengujian menunjukkan masing-masing ada dua pasang hari yang perbedaan nilai aktivitas volume perdagangan saham secara statistik signifikan dan tidak signifikan. Perbedaan nilai aktivitas volume perdagangan saham ditemukan signifikan antara pasangan hari *cum-dividend* dan Plus 1 ($p < 1\%$) dan antara hari *cum-dividend* dan hari Plus 2 ($p < 1\%$). Adapun median nilai aktivitas volume perdagangan saham pasangan hari Minus 2 dengan hari *cum-dividend* dan pasangan hari Minus 2 dengan hari *cum-dividend* tidak signifikan. Mengacu pada hasil pengujian, dapat dinyatakan bahwa untuk data tahun

2015, hipotesis penelitian yang menyatakan aktivitas volume perdagangan saham berbeda antara sebelum, saat dan sesudah hari *cum-dividend* diterima.

Perbedaan *Abnormal Return* Saham

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa hipotesis penelitian diterima untuk data tahun 2015. Sedangkan untuk data tahun 2016, hipotesis penelitian tidak dapat diterima dengan kata lain adalah ditolak. Artinya, penelitian ini menunjukkan ketidakkonsistenan hasil.

Hasil penelitian untuk data tahun 2015 menarik untuk dicermati. Nilai *abnormal return* negatif pada hari *cum-dividend* bagaimanapun berlawanan dengan harapan orang. Namun demikian, bukti adanya *abnormal return* yang signifikan pada hari *cum-dividend* dan perbedaan *abnormal return* yang signifikan antar pasangan hari (Tabel 3 Panel A) menyiratkan bahwa pasar modal Indonesia setidaknya belum bisa masuk ke dalam pasar efisien bentuk semikuat (Fama, 1970). Menurut Fama (1970), pasar dikatakan efisien bentuk semi kuat (semi strong), jika kita tidak mungkin untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan informasi publik.

Pengumuman pembayaran dividen yang didalamnya pasti ada informasi tentang hari *cum-dividend* dan hari *ex-dividend* merupakan cermin dari informasi publik. Di sebuah pasar yang efisien bentuk semikuat, informasi publik dan informasi harga saham masa lalu tidak dapat digunakan untuk secara terus menerus memperoleh *abnormal return*.

Secara umum penelitian ini mendukung teori sinyal dividen. Hal ini membuktikan pemberian dividen atas pengumuman dividen berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Perbedaan Aktivitas Volume Perdagangan Saham

Sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4, antar pasangan hari pada aktivitas volume perdagangan saham tidak selalu memiliki perbedaan yang signifikan, yaitu dua dari empat pasangan untuk masing-masing tahun amatan, penelitian ini tetap menyimpulkan adanya perbedaan. Aktivitas volume perdagangan saham cenderung meningkat menjelang dan saat *cum-dividend date*, lalu menurun setelah *cum-dividend date*. Ada peningkatan frekuensi saham yang diperdagangkan menjelang dan saat *cum-dividend date*. Hal ini dapat dimaknai bahwa investor menggunakan *cum-dividend date* sebagai hari untuk menambah koleksi saham mereka dalam rangka untuk memperoleh dividen. Hal lain yang tersirat terkait dengan peningkatan aktivitas perdagangan saham dan volume perdagangan saham adalah hal tersebut

dapat dikaitkan dengan fenomena bahwa dividen adalah sesuatu yang pasti. Artinya, investor akan cenderung lebih menyukai dividen daripada *capital gain* yang merupakan cermin dari teori *Bird in the Hand*.

Hasil penelitian ini setidaknya mendukung saran dan apa yang dilakukan oleh penelitian sebelumnya tentang pentingnya informasi volume perdagangan sebagai salah satu sumber informasi untuk membeli atau menjual sekuritas.

Kesimpulan

Investor akan memperoleh *abnormal return* pada hari-hari di sekitar *cum-dividend* untuk data tahun 2015 dan 2016. Selain itu, terdapat perbedaan *abnormal return* pada pasangan hari antara hari sebelum dan saat *cum-dividend*, dan antara hari *cum-dividend* dan sesudahnya, yaitu pasangan hari Minus1, Minus 2, Plus 1, dan Plus 2. Adapun untuk data tahun 2016, perbedaan *abnormal return* ditemukan justru pada hari setelah *cum-dividend*, yaitu pasangan hari Plus 1 dan Plus 2.

Aktivitas volume perdagangan saham pada hari sebelum *cum-dividend* sampai saat dengan *cum-dividend* cenderung meningkat, tetapi turun pada hari sesudah *cum-dividend*. Hasil pengujian ada tidaknya perbedaan tingkat aktivitas volume perdagangan saham menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan untuk masing-masing pasangan hari. Untuk data tahun 2015, perbedaan aktivitas volume perdagangan saham ditemukan pada hari Minus 2 dan hari Plus 2. Sedangkan untuk data tahun 2016, perbedaan ditemukan pada pasangan hari Plus 1 dan Plus 2.

Saran

Mengacu pada hasil pembahasan dan kesimpulan, saran-saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut: (1) Investor dapat menggunakan peristiwa pengumuman pembagian saham, yang dalam hal ini adalah *cum-dividend* sebagai salah satu strategi perdagangan. Hal ini dilakukan mengingat harga saham cenderung berubah menjelang hari *cum-dividend* dan cenderung turun pada hari sesudahnya; (2) Manajemen perusahaan dapat menggunakan hasil penelitian ini untuk kapan idealnya menetapkan pengumuman dividen jika berharap ada apresiasi baik dalam harga saham maupun aktivitas volume perdagangan saham; (3) Penelitian yang akan datang dapat dilakukan dengan melakukan dua hal. Pertama, mengamati perbedaan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham dengan membandingkan antar industri (sektor). Kedua, penelitian yang akan datang dapat dilakukan dengan secara khusus memfokuskan pada sampel dengan tingkat

perdagangan tinggi di sekitar hari *cum-dividend* untuk secara tegas mengamati saham-saham yang memiliki likuiditas perdagangan tinggi.

Daftar Referensi

- Aharony, J. dan I. Swary, 1980, Quarterly dividends and earnings announcement and stockholders' return: An empirical analysis, *Journal of Finance*, 35 (1), 1-12.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2): 383-417.
- Firmansyah, R., dan E.S. Violita. 2007. Analisis pengaruh pengumuman *ex-dividend* date terhadap *abnormal return*: Event study pada Bursa Efek Jakarta. *Integrity-Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(3): 249-262.
- Gumanti, T.A. 2013. *Kebijakan Dividen: Teori, Empiris, dan Implikasi*, UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Siaputra L. dan Atmadja, A.S. (2006). Pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham sebelum dan sesudah *ex dividend* datedi Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 8 (1), 71-77.
- Sunariyah. 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Winarno, A. 2006. Hubungan pengumuman dividen meningkat dengan reaksi pasar modal pada perusahaan manufaktur yang go public di BEJ (Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan), *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 7 (1), 117-127.