

# **PENGARUH PENGUMUMAN DIVIDEN TERHADAP PERUBAHAN HARGA SAHAM (*RETURN*) SEBELUM DAN SESUDAH *EX-DIVIDEND DATE* DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)**

**R. Andi Sularso**

*Staf Pengajar Fakultas Ekonomi - Universitas Jember*

## **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pengumuman *ex-dividend date* di Bursa Efek Jakarta, dengan mengambil sampel 14 saham. Sampel dibagi menjadi dua, yaitu dividen naik dan dividen turun. Periode penelitian selama 120 hari yang dibagi menjadi dua periode yaitu periode estimasi selama 90 hari dan periode peristiwa selama 30 hari termasuk 15 hari sebelum dan sesudah *event*.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *event study* yang akan mengamati pergerakan harga saham di pasar modal. Untuk menguji adanya reaksi harga dilakukan tes *abnormal return* selama periode peristiwa dengan analisis perhitungan berdasarkan konsep model-model keseimbangan yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan dengan melakukan pengujian *abnormal return* terhadap dividen naik dan dividen turun pada saat *ex-dividend date*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 10% ada 2 hari kerja yang masih menghasilkan *abnormal return* yang signifikan pada dividen naik, yaitu hari ke 4 sebelum *event date* sebesar -0,001102 atau sekitar 0,1% dan pada hari ke 5 setelah *event date* sebesar -0,032184 atau sekitar 3%. Sedangkan pada dividen turun menunjukkan bahwa ada 3 hari bursa yang masih memberikan *abnormal return* yang signifikan, yaitu pada hari ke 13 dan pada hari ke 2 sebelum *event date* sebesar 0,028263 atau sekitar 2% dan 0,0166274 atau sekitar 1%, serta pada hari ke 5 setelah *event date* sebesar 0,029105 atau sekitar 3%.

Dari hasil penelitian disimpulkan bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat *ex-dividen date*, dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend date*.

**Kata kunci:** *Ex-dividend date*, *return*, CAPM.

## **ABSTRACT**

*This research objective is to analyze the influence of ex-dividend date announcement in the Jakarta Stock Exchange by taking 14 samples of*

shares. There are two kinds of samples, increasing dividend and decreasing dividend. 120-days of observation will be divided into 90-days estimation period and 30-days event period, including 15 days before and after the event.

The method used in this research is event study that observe the stock price movement in the capital market. To examine the existence of price reaction, the abnormal return test will be conducted during the event period with analysis based on the concept of CAPM (Capital Assets Pricing Model) and the abnormal return test to the increasing and decreasing dividend at the ex-dividend date.

The result indicate that at the significant level of 10%, there are two working days which yield the abnormal return that is significant at the increasing dividend. Those are the fourth day before the event date with the value of 0.0011102 or around 0.1%, and the fifth day after the event date with the value of -0.32184 or approximately 3%. Whereas the decreasing dividend reveals that there are three days that deliver the abnormal return which is significant. Those are thirteenth and the second day before the event date with the value of 0.028263 or approximately 2% and 0.0166274 or approximately 1%, as well as at the fifth day after the event date with the value of 0.029105 or 3%.

The final conclusion is that stock price will negatively reacted to the announcement of increasing dividend at the ex-dividend date and positively reacted to the announcement of the decreasing dividend at the ex-dividend date.

**Keywords:** Ex-dividend date, return, CAPM.

## 1. PENDAHULUAN

Pembagian dividen kepada pemegang saham menyebabkan posisi kas suatu perusahaan semakin berkurang. Hal ini juga mengakibatkan *leverage* (rasio antara hutang terhadap ekuitas) akan semakin besar. Dampak yang timbul adalah para pelaku pasar akan berpikiran negatif terhadap perusahaan. (Campbell and Beranek's 1995) menyatakan bahwa pembagian dividen tunai kepada pemegang saham akan menyebabkan harga saham jatuh pada waktu *ex-dividend date*.

(Elton and Gruber 1980) memberikan penjelasan awal mengenai fenomena *ex-dividend date* yang cenderung didasarkan pada perbedaan tarif pajak terhadap dividen dan *capital gain income* untuk *marginal long-term investor*. (Eades et al. 1994) menyatakan bahwa hasil awal studinya tidak secara jelas dapat diinterpretasikan sebagai dukungan terhadap pengenaan pajak sebagai suatu variabel penjelas dalam mengobservasi *ex-dividend date*. Sedangkan (Michaely and Murgia 1995) melakukan penelitian tentang perilaku dividen di Milan Stock Exchange (MSX), dengan sampel yang diteliti adalah investor yang dibagi dalam dua kelompok perdagangan saham dengan tarif pajak yang berbeda atas pendapatan dividen mereka. Penelitian ini menyimpulkan bahwa, terdapat suatu porsi yang signifikan terhadap perdagangan pada *ex-dividend date* yang termotivasi karena pajak. Namun demikian, penelitian ini

tidak sepenuhnya dapat menjelaskan penyebab penurunan harga saham pada *ex-dividend date*.

(Jagannathan and Frank 1998) secara rinci menjelaskan bahwa suatu efek dari kekuatan *ex-dividend date* di Hongkong tidak disebabkan oleh pembebanan pajak yang berbeda pada dividen dan *capital gains*. Simultinitas kebijakan dividen dan struktur modal dapat dicermati dari karakteristik perusahaan. Karakteristik perusahaan berpengaruh terhadap simultinitas kebijakan dividen dan struktur modal yang berbeda pula. Hasil penelitian yang mendukung simultinitas kebijakan dividen dan struktur modal (Noronha et al. 1996), mengatakan bahwa kebijakan dividen dan struktur modal dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan, dalam hal tingkat pertumbuhan (*growth*) dan diversitas kepemilikan (*blockholder*).

Penjelasan lain didasarkan pada pedagang-pedagang jangka pendek yang mencoba mengambil keuntungan atas perbedaan perlakuan dividen dan *capital losses* atau penggunaan *dividend capture strategy* sebagaimana dilakukan oleh (Kalay 1992), (Lakonishok and Vermaelen 1986), (Karpoff and Walking 1988) dan (Michaely 1991). Hasil penelitian tersebut memberikan petunjuk eksplisit bahwa pembagian dividen akan berdampak terhadap pendanaan perusahaan, karena perusahaan mengeluarkan dana kas besar untuk pemegang saham. Apabila pembayaran dividen semakin besar, secara keseluruhan posisi modal akan menurun. Hal ini terlihat dari munculnya hubungan yang berbanding terbalik antara dividen dengan modal sendiri. Semakin besar dividen yang dibayar akan mengurangi besarnya laba ditahan, sehingga posisi modal perusahaan akan turun. Hal ini membuat investor berpikiran negatif sehingga harga saham perusahaan tersebut pada saat *ex-dividend date* mengalami penurunan, sehingga terjadi *abnormal return* yang negatif.

Berdasarkan temuan-temuan dari penelitian di atas, penulis memandang bahwa masih diperlukan adanya dukungan teori atas fenomena *ex-dividend date* ini. Selain itu penelitian ini juga ingin melihat bagaimana fenomena *ex-dividend date* pada kondisi pasar modal di Indonesia. Oleh karena itu, fokus penelitian ini akan menguji tentang pengaruh yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham pada waktu *ex-dividend date* di Bursa Efek Jakarta.

### 1.1 Perumusan Masalah

Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah ada perbedaan *return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan adanya pengumuman dividen naik di Bursa Efek Jakarta?
2. Apakah ada perbedaan *return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan adanya pengumuman dividen turun di Bursa Efek Jakarta?

### 1.2 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

- a. Mengetahui perbedaan *return* yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen naik sebelum dan sesudah *ex-dividend date*
- b. Untuk mengetahui perbedaan *return* yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen turun sebelum dan sesudah *ex-dividend date*.

### 1.3 Kajian Teoritis

#### 1.3.1 Prosedur Pembagian Dividen

Pembagian dividen merupakan satu hal yang dinantikan oleh pemegang saham. Pembagian dividen dapat dilakukan secara kuartalan ataupun tahunan, tergantung kebijaksanaan yang ditetapkan oleh masing-masing perusahaan. Adapun prosedur pembagian dividen yang aktual menurut (Weston and Brigham 1998) adalah pada tanggal pengumuman, tanggal pencatatan pemegang saham, tanggal *ex-dividend* dan tanggal pembayaran dividen.

##### a. Tanggal Pengumuman

Adalah tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen. Misalnya pada tanggal 14 November 2001 direksi PT. ABC mengadakan pertemuan dan mengumumkan pembagian dividen kuartalan tetap sebesar Rp 40 per saham untuk dibayarkan kepada pemegang saham yang tercatat pada tanggal 8 Desember 2001 dengan pembayaran dilakukan pada tanggal 2 Januari 2002.

##### b. Tanggal Pencatatan Pemegang Saham (*holder of record date*)

Adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima dividen yang akan dibagikan perusahaan. Setelah berakhirnya jam kerja pada tanggal pencatatan pemegang saham (8 Desember 2001), perusahaan menutup buku transfer sahamnya dan menyusun daftar pemegang saham mulai tanggal itu. Apabila PT ABC memberitahukan penjualan dan transfer beberapa saham sebelum pukul 5 sore pada tanggal 8 Desember, maka pemilik saham yang baru akan menerima dividen. Jika pemberitahuan yang diterima pada atau sesudah tanggal 9 Desember, pemilik saham lama menerima cek dividen.

##### c. Tanggal *ex-Dividend* (*Ex-dividend date*)

Adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya, biasanya dengan jangka waktu empat hari kerja sebelum tanggal pencatatan saham. Untuk mencegah timbulnya konflik, industri pasar modal telah menetapkan suatu konvensi yang mengumumkan bahwa hak atas dividen tetap menyertai saham hingga empat hari kegiatan bisnis sebelum tanggal pencatatan pemegang saham. Pada hari keempat sebelum tanggal tersebut, hak atas dividen tidak lagi menyertai saham. Dalam hal ini tanggal *ex-dividend* adalah 4 hari sebelum tanggal 8 Desember, yaitu tanggal 4 Desember 2001.

##### d. Tanggal Pembayaran Dividen (*Dividend Payment*)

Adalah tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen. Dalam hal ini perusahaan akan mengirimkan ceknya kepada pemegang saham tercatat pada tanggal 2 Januari 2002.

#### 1.3.2 Dampak *Ex-Dividend Date*

Investor pada *ex-dividend date* secara otomatis akan berpikir bahwa pembagian dividen akan memberikan dampak pada harga saham. Pemikiran ini disebabkan karena investor telah kehilangan hak atas return dari dividen dan melihat prospek ke depan perusahaan yang membagi dividen. Pada pemikiran pertama (Husnan 1998), investor yang berkeinginan mendapat keuntungan dari *capital gain*, lebih memilih

---

untuk tidak membeli saham tersebut. Dengan demikian harga saham tersebut akan mengalami penurunan sebanding dengan nilai dari *return* yang telah hilang. Sedangkan pada pemikiran kedua, investor melihat bahwa apabila perusahaan mengeluarkan sejumlah uang untuk membayar dividen kepada pemegang saham, maka akan mempengaruhi *cash flow* perusahaan yang nantinya dapat mengganggu operasi perusahaan. Apabila dana yang dikeluarkan bisa mengganggu jalannya operasi, otomatis dapat juga menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Adanya dua pemikiran tersebut secara logika akan mendorong harga atau nilai saham di pasar mengalami penurunan.

#### 1.4 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang mengkaji masalah pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham pernah diteliti oleh Siti Ratna M. untuk perusahaan yang Listed di Bursa Efek Surabaya. Penelitian ini menyimpulkan:

1. Pada kelompok dividen naik, menunjukkan bahwa masih terdapat *abnormal return* yang signifikan pada sekitar tanggal pengumuman dividen;
2. Pada kelompok dividen turun menunjukkan bahwa ada satu hari bursa yang masih memberikan *abnormal return* yang signifikan; dan
3. Pada kelompok dividen tetap menunjukkan bahwa masih terdapat *abnormal return* yang signifikan pada satu hari bursa.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Siti Ratna M. adalah penelitian ini melihat pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date*, sedangkan penelitian Siti Ratna M. melihat kemungkinan terjadi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

#### 1.5 Hipotesis

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka peneliti mengajukan hipotesis kerja (hipotesis alternatif) sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: terdapat perbedaan *return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan adanya pengumuman dividen naik di Bursa Efek Jakarta.

H<sub>2</sub>: terdapat perbedaan *return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan adanya pengumuman dividen turun di Bursa Efek Jakarta.

## 2. METODE PENELITIAN

Penelitian yang dilakukan sebelumnya merupakan *event study*, yang bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh berdasarkan suatu peristiwa (*event*). Mengacu pada penelitian sebelumnya, penelitian ini juga dilakukan berdasarkan suatu peristiwa (*event*), dengan adanya informasi pengumuman dividen.

### 2.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive*

*sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel dengan maksud untuk tujuan tertentu (peneliti). Kriterianya sebagai berikut:

1. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari tahun 2000-2002, dan mengeluarkan dividen, sehingga *ex-dividend date* bisa diketahui;
2. Data tanggal pengumuman dividen selama periode tersebut tersedia di bursa atau media massa; dan
3. Adanya kecukupan data.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut diatas, diperoleh sampel sebanyak 14 saham perusahaan yang dibagi menjadi dua kelompok, yaitu:

1. Perusahaan yang mengumumkan dividen naik sebanyak lima saham. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah PT Aneka Tambang Tbk, PT Asuransi Ramayana Tbk, Semen Gresik (Persero) Tbk, PT Sepatu Bata Tbk dan PT Tempo Scan Pacific Tbk. yang selama tahun 2000-2002 telah terjadi kenaikan jumlah dividen yang akan dibagikan pada investor; dan
2. Perusahaan yang mengumumkan dividen turun sebanyak sembilan saham. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah PT Asuransi Harta Aman P. Tbk, PT Ekadharma Tape Industry Tbk, PT Eratex Djaja Limited Tbk, PT Igarjaya Tbk, PT Indosat Tbk, PT Lautan Luas Tbk, PT Maskapai Reasuransi Ind. Tbk, PT Roda Vivatex Tbk dan PT Timah Tbk. yang selama tahun 2000-2002 mengalami penurunan dalam pembagian jumlah dividen kepada para investor.

## 2.2 Beberapa Pengertian dan Pengukurannya

1. Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date*

Harga saham adalah harga saham yang terjadi di bursa pada saat penutupan (*closing price*) yang terbentuk pada setiap akhir perdagangan saham. Dengan demikian data yang diambil dalam penelitian ini adalah data *closing price* untuk masing-masing saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* selama periode penelitian di Bursa Efek Jakarta.

2. *Abnormal Return*

*Abnormal Return* atau keuntungan diatas normal adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. *Abnormal return* ini bisa bernilai positif ataupun negatif.

3. *Return Individual*

*Return individual* adalah tingkat keuntungan harian untuk masing-masing saham. *Return individual* ini merupakan prosentase dari ln harga saham pada saat ini dibagi harga saham pada saat sebelumnya. Formulasinya (Manurung 1997) adalah:

$$R_{it} = \text{Ln} \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

dimana:

$P_t$  = harga saham i pada periode t

$P_{t-1}$  = harga saham i pada periode t-1

4. *Expected Return* ( $E(R_{it})$ )

*Expected return* adalah tingkat keuntungan yang diharapkan untuk masing-masing saham. Tingkat keuntungan yang diharapkan dapat dihitung berdasarkan model-model keseimbangan atau *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menyatakan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham adalah sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko, yang dapat diformulasikan: (Husnan 1998)

$$E(R_{it}) = R_f + (R_m - R_f) \hat{\alpha}$$

dimana:

- $E(R_{it})$  = tingkat keuntungan saham yang diharapkan
- $R_f$  = tingkat bunga bebas risiko
- $R_m$  = tingkat keuntungan pasar
- $B$  = tingkat risiko sistematis

Sedangkan  $\hat{\alpha}$  dapat diperoleh dengan rumus: (Husnan dkk. 1994)

$$\hat{\alpha} = \frac{\sum (R_m - R_f) - n \overline{(R_m - R_f)} \overline{(R_i - R_f)}}{\sum (R_m - R_f)^2 - n \overline{(R_m - R_f)}^2}$$

5. *Return Pasar*

*Return* pasar adalah tingkat keuntungan seluruh saham yang terdaftar di Bursa. *Return* pasar diwakili oleh IHSG. IHSG menunjukkan indeks harga saham dari seluruh saham yang *listed* di Bursa yang dapat diformulasikan sebagai berikut: (Manurung 1997)

$$R_{mt} = \text{Ln} \frac{\text{IHSG}_t}{\text{IHSG}_{t-1}}$$

dimana:

- $\text{IHSG}_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan periode t
- $\text{IHSG}_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

6. *Risk Free* ( $R_f$ )

*Risk free* merupakan tingkat keuntungan bebas risiko yang diperoleh dengan menggunakan rata-rata tingkat bunga deposito 1 bulanan dari bank-bank umum. Untuk mendapatkan  $R_f$  harian, dapat dihitung dengan membagi tingkat bunga deposito 1 bulanan dengan 360 hari (1 tahun diasumsikan 360 hari).

7. *Informasi*

Informasi adalah semua bentuk pemberitaan baik di dalam pasar modal maupun di luar pasar modal (media lain) yang diterima oleh investor dengan harapan dapat digunakan sebagai dasar atau acuan dalam pengambilan keputusannya. Informasi di pasar modal terdiri atas informasi yang dipublikasikan (*public information*) dan informasi yang tidak dipublikasikan (*private information*). Informasi yang dipublikasikan, yaitu informasi yang sudah diketahui oleh masyarakat umum dan memang sengaja untuk diberitahukan. Informasi yang tidak dipublikasikan, yaitu informasi yang hanya diketahui oleh kelompok tertentu dan bersifat rahasia.

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari oleh pelaku pasar modal untuk keperluan pengambilan keputusan investasi, karena keberadaan informasi baik informasi yang dipublikasikan ataupun yang tidak dipublikasikan sangat berkaitan dengan perubahan harga saham. Untuk itu investor harus memperoleh informasi yang merata dan transparan, sehingga dapat mengambil keputusan kapan saat membeli dan menjual sahamnya dengan harga yang wajar. Penilaian tersebut mengakibatkan harga saham berubah dengan cepat sesuai dengan informasi yang tersedia di pasar. Informasi yang tersedia tersebut telah tercakup dalam harga saham yang lalu. Agar investor dapat memperoleh *return* maka investor harus mempergunakan berbagai bentuk analisis berdasarkan informasi yang diperoleh. Dalam menganalisis penelitian ini, informasi yang digunakan sebagai *event* adalah informasi yang dipublikasikan, khususnya informasi mengenai pengumuman dividen karena adanya pengumuman dividen diperkirakan dapat mempengaruhi perubahan harga saham yang pada akhirnya akan mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan.

#### 8. Periode Penelitian

Periode pengamatan dibagi menjadi dua periode, yaitu: periode estimasi dan periode peristiwa. Periode estimasi terdiri dari 90 hari sebelum peristiwa, yaitu  $t_{-120}$  sampai dengan  $t_{-16}$ . Periode peristiwa terdiri dari 30 hari, yaitu: 15 hari sebelum ( $t_{-15}$ ) dan 15 hari sesudah ( $t_{+15}$ ) tanggal pengumuman *ex-dividend date*. Sedangkan *event date* adalah  $t_0$ , yaitu: pada saat (tanggal) *ex-dividend date* diumumkan.

### 2.3 Metode Analisis Data

Untuk mengetahui adanya pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham, dilakukan pengujian terhadap *return* individual sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung *abnormal return* tiap saham selama periode pengamatan dengan menggunakan formulasi sebagai berikut:

$$AR = R_{it} - E(R_{it})$$

dimana:

$AR_{it}$  = *Abnormal Return* saham i pada periode t

$R_{it}$  = tingkat pengembalian saham individual i periode t

$E(R_{it})$  = tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada periode t

- a. Menghitung tingkat pengembalian masing-masing saham berdasarkan rumus: (Manurung 1997)

$$R_{it} = \text{Ln} \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

dimana:

$R_{it}$  = tingkat pengembalian saham i pada periode t

$P_t$  = harga saham i pada periode t

$P_{t-1}$  = harga saham i pada periode t-1

- b. Menghitung tingkat pengembalian saham yang diharapkan berdasarkan model keseimbangan (CAPM) (Husnan 1998):

$$E(R_{it}) = R_f + (R_m - R_f) \mathbf{b}$$

sedangkan  $\hat{\alpha}$  dapat diperoleh dengan rumus (Husnan dkk. 1994):

$$\mathbf{b} = \frac{\sum (R_m - R_f) - n \overline{(R_m - R_f)} \overline{(R_i - R_f)}}{\sum (R_m - R_f)^2 - n \overline{(R_m - R_f)}^2}$$

dimana:

$\hat{\alpha}$  = tingkat risiko sistematis

$R_f$  = tingkat bunga bebas risiko

$(R_m - R_f)$  = *excess return of market portofolio*

$(R_i - R_f)$  = *excess return of stock*

$\overline{(R_m - R_f)}$  = rata-rata dari *excess return of market portofolio*

$\overline{(R_i - R_f)}$  = rata-rata dari *excess return of stock*

- c. Menghitung tingkat pengambalian portofolio pasar yang biasa diwakili oleh IHSG (Manurung 1997):

$$R_{mt} = Ln \frac{IHSG_t}{IHSG_{t-1}}$$

dimana :

$R_{mt}$  = tingkat pengambalian portofolio pasar

$IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

2. Menghitung *Commulative Abnormal Return* (CAR) harian tiap-tiap saham selama periode peristiwa dengan formulasi:

$$CAR = \sum_{t=-15}^{t=+15} AR$$

3. Menghitung rata-rata atau *Average Abnormal Return* (AAR) seluruh saham harian selama periode peristiwa dengan rumus:

$$AAR = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

4. Menghitung *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) portofolio selama periode peristiwa:

$$CAAR = \sum_{t=-15}^{t=+15} AAR_{it}$$

Untuk membuktikan sekaligus menguji hipotesis 1 dan 2 digunakan langkah-langkah sebagai berikut:

1. menghitung standart deviasi dari rata-rata *abnormal return* (AAR) dengan menggunakan rumus (Susiyanto 1999):

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (AR_t - AAR_t)^2}{(n-1)}}$$

2. menghitung nilai distribusi t (t-hitung) untuk portofolio harian dengan menggunakan formulasi:

$$t = \frac{AAR - \hat{i}}{S/\sqrt{n}}$$

dimana:

- $\hat{i}$  = rata-rata *abnormal return* semua populasi
- $n$  = jumlah sampel pada masing-masing kelompok
- $S$  = standart deviasi dari rata-rata *abnormal return*

### 3. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 3.1 Analisis Data

Berdasarkan data yang diperoleh, perhitungan dalam CAPM dapat dilakukan dengan langkah-langkah dibawah ini.

- a. Menghitung Ri, Misalnya menghitung Ri untuk PT ANTM:

$$R_{(ANTM)-20} = \ln \frac{P_{-20}}{P_{-21}} = \ln \frac{325}{325} = 0,000000$$

Perhitungan ini menghasilkan prosentase tingkat keuntungan harian, yaitu pada hari ke-20. Perhitungan pada periode berikutnya dapat dilakukan dengan langkah yang sama.

- b. Menghitung Rm dapat dilakukan dengan menggunakan langkah yang sama seperti perhitungan Ri. Sebagai contoh menghitung Rm untuk PT ANTM:

$$R_{m-20} = \ln \frac{IHSG_{-20}}{IHSG_{-21}} = \ln \frac{438,466}{440,264} = -0,004092$$

Perhitungan untuk periode berikutnya dilakukan dengan langkah yang sama.

- c. Menghitung Rf harian. Oleh karena analisis dalam penelitian ini adalah analisis harian, maka tingkat suku bunga deposito bulanan per tahun disesuaikan menjadi tingkat suku bunga per hari yaitu dengan membagi suku bungan dengan 360 (asumsi 1 tahun 360 hari).

$$\text{Misalnya suku bunga untuk bulan Januari} = \frac{14,80\%}{360} = -0,000411$$

Setelah variabel Ri, Rm dan Rf harian dari masing-masing sampel diketahui, selanjutnya mencari nilai *excess return* saham (Ri-Rf) dan *excess return* portofolio pasar (Rm-Rf).

- d. Menghitung beta setiap saham dilakukan dengan formula yang telah dijelaskan sebelumnya. Misalnya menghitung beta saham PT ANTM:

$$\hat{a} = \frac{-0,107195 - 98(-0,001094)(-0,000600)}{0,043611 - 98(-0,001094)^2} = 0,004715$$

e. Menghitung *expected return* harian masing-masing saham berdasarkan model keseimbangan (CAPM). Misalnya menghitung E(Rit) untuk PT ANTM:

$$ER_{(ANTM)-20} = 0,000463 + (-0,004092 - 0,000463)0,004715 = 0,000411$$

Perhitungan untuk periode berikutnya dapat dilakukan dengan langkah-langkah yang sama.

f. Menghitung *abnormal return* (AR) dengan cara membandingkan atau mencari selisih antara Rit (*actual return*) dengan *expected return* (E(Rit)). Misalnya perhitungan AR untuk PT ANTM:

$$AR_{(ANTM)-20} = 0,000000 - 0,000411 = -0,000411$$

**4.1.1 Pengujian Terhadap Abnormal Return**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah masih terdapat *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex-dividend* terhadap dividen naik dan dividen turun khususnya 15 hari sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Sebelum dilakukan pengujian, perlu dihitung nilai rata-rata *abnormal return* (AAR) portofolio pada periode t untuk masing-masing kelompok. Adapun AAR yang diperoleh selama periode peristiwa tersebut untuk masing-masing kelompok ditunjukkan dalam Tabel 1.

**Tabel 1**  
**Rata-rata Abnormal Return Selama Periode Peristiwa**

| HARI | DIVIDEN NAIK |           | DIVIDEN TURUN |           |
|------|--------------|-----------|---------------|-----------|
|      | AAR          | CAAR      | AAR           | CAAR      |
| -15  | -0,004742    | -0,004742 | -0,001644     | -0,001644 |
| -14  | 0,019412     | 0,014670  | -0,014554     | -0,016197 |
| -13  | -0,017259    | -0,002589 | 0,028263      | 0,012066  |
| -12  | 0,003236     | 0,000647  | -0,007120     | 0,004946  |
| -11  | 0,007536     | 0,008183  | -0,016642     | -0,011696 |
| -10  | -0,025400    | -0,017217 | -0,009043     | -0,020739 |
| -9   | 0,022248     | 0,005031  | -0,008968     | -0,029707 |
| -8   | -0,001358    | 0,003672  | 0,016155      | -0,013551 |
| -7   | -0,010959    | -0,007287 | -0,005170     | -0,018721 |
| -6   | 0,024005     | 0,016719  | 0,030745      | 0,012024  |
| -5   | -0,018611    | -0,001892 | 0,019460      | 0,031484  |
| -4   | -0,001102    | -0,002994 | 0,017296      | 0,048780  |
| -3   | 0,006108     | 0,003114  | -0,009917     | 0,038862  |
| -2   | -0,003361    | -0,000248 | 0,016274      | 0,055137  |
| -1   | 0,004876     | 0,004629  | -0,012182     | 0,042955  |
| 0    | 0,006275     | 0,010904  | 0,040135      | 0,083090  |
| 1    | -0,007297    | 0,003606  | 0,030770      | 0,113860  |

sambungan Tabel 1

|    |           |          |           |          |
|----|-----------|----------|-----------|----------|
| 2  | 0,029473  | 0,033079 | 0,014769  | 0,128630 |
| 3  | -0,000201 | 0,032878 | 0,020562  | 0,149191 |
| 4  | 0,013836  | 0,046714 | -0,000207 | 0,148985 |
| 5  | -0,032184 | 0,014529 | 0,029105  | 0,178090 |
| 6  | -0,003889 | 0,010640 | 0,010600  | 0,188689 |
| 7  | -0,000987 | 0,009654 | 0,003898  | 0,192588 |
| 8  | -0,006793 | 0,002861 | 0,007474  | 0,200061 |
| 9  | -0,000799 | 0,002061 | -0,004061 | 0,196000 |
| 10 | 0,005780  | 0,007842 | 0,017317  | 0,213317 |
| 11 | 0,014989  | 0,022831 | -0,010924 | 0,202393 |
| 12 | -0,009833 | 0,012998 | 0,024385  | 0,226778 |
| 13 | 0,002578  | 0,015575 | 0,000249  | 0,227027 |
| 14 | -0,000321 | 0,015255 | -0,017226 | 0,209801 |
| 15 | 0,013230  | 0,028484 | -0,007300 | 0,202502 |

(Sumber: Hasil analisis)

Setelah dihitung AAR untuk masing-masing kelompok selama periode peristiwa, kemudian dihitung nilai standar deviasi dan nilai t hitungnya untuk dividen naik dengan bantuan *Microsoft Excel*. Hasil uji t selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Rata-rata *Abnormal Return* pada Dividen Naik**

| HARI | AAR       | STD      | T-HITUNG   | CAAR     | HIPOTESIS |
|------|-----------|----------|------------|----------|-----------|
| -15  | -0,004742 | 0,009495 | -1,116748  | 0,023079 | Ditolak   |
| -14  | 0,019412  | 0,046750 | 0,928489   | 0,043309 | Ditolak   |
| -13  | -0,017259 | 0,031452 | -1,227055  | 0,024731 | Ditolak   |
| -12  | 0,003236  | 0,007459 | 0,970171   | 0,027589 | Ditolak   |
| -11  | 0,007536  | 0,039302 | 0,428731   | 0,035276 | Ditolak   |
| -10  | -0,025400 | 0,034541 | -1,644296  | 0,009555 | Ditolak   |
| -9   | 0,022248  | 0,033024 | 1,506391   | 0,031036 | Ditolak   |
| -8   | -0,001358 | 0,011631 | -0,261131  | 0,030038 | Ditolak   |
| -7   | -0,010959 | 0,034140 | -0,717775  | 0,018299 | Ditolak   |
| -6   | 0,024005  | 0,034327 | 1,563689   | 0,042904 | Ditolak   |
| -5   | -0,018611 | 0,031943 | -1,302789  | 0,024609 | Ditolak   |
| -4   | -0,001102 | 9,13E-04 | -2,699967* | 0,024146 | Diterima  |
| -3   | 0,006108  | 0,022657 | 0,602767   | 0,029218 | Ditolak   |
| -2   | -0,003361 | 0,006606 | -1,137772  | 0,025825 | Ditolak   |
| -1   | 0,004876  | 0,040341 | 0,270287   | 0,030789 | Ditolak   |
| 0    | 0,006275  | 0,025183 | 0,557185   | 0,037352 | Ditolak   |
| 1    | -0,007297 | 0,008436 | -1,934149  | 0,030476 | Ditolak   |
| 2    | 0,029473  | 0,069321 | 0,950694   | 0,060832 | Ditolak   |
| 3    | -0,000201 | 0,010637 | -0,042212  | 0,060589 | Ditolak   |
| 4    | 0,013836  | 0,031342 | 0,987082   | 0,073927 | Ditolak   |
| 5    | -0,032184 | 0,011881 | -6,057409* | 0,041518 | Diterima  |

sambungan Tabel 2

|    |           |          |           |          |         |
|----|-----------|----------|-----------|----------|---------|
| 6  | -0,003889 | 0,006920 | -1,256703 | 0,037902 | Ditolak |
| 7  | -0,000987 | 0,022227 | -0,099264 | 0,037321 | Ditolak |
| 8  | -0,006793 | 0,008746 | -1,736590 | 0,030483 | Ditolak |
| 9  | -0,000799 | 0,011359 | -0,157365 | 0,029802 | Ditolak |
| 10 | 0,005780  | 0,008780 | 1,472119  | 0,035691 | Ditolak |
| 11 | 0,014989  | 0,021293 | 1,574081  | 0,050560 | Ditolak |
| 12 | -0,009833 | 0,014284 | -1,539336 | 0,040714 | Ditolak |
| 13 | 0,002578  | 0,006704 | 0,859729  | 0,043160 | Ditolak |
| 14 | -0,000321 | 1,24E-03 | -0,578617 | 0,042692 | Ditolak |
| 15 | 0,013230  | 0,031182 | 0,948695  | 0,056021 | Ditolak |

(Sumber: Hasil analisis)

Pada Tabel 2 menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* negatif yang signifikan, yaitu pada hari ke-4 sebelum *event date* dan pada hari ke-5 setelah *event date*. Selanjutnya dihitung nilai standar deviasi dan nilai t hitung untuk dividen turun dengan bantuan *Microsoft Excel*. Hasil uji t selengkapya dapat dilihat pada Tabel 3.

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Rata-rata *Abnormal Return* pada Dividen Turun**

| HARI | AAR       | STD      | T-HITUNG  | CAAR      | HIPOTESIS |
|------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| -15  | -0,001644 | 0,040833 | -0,120755 | -0,001644 | Ditolak   |
| -14  | -0,014554 | 0,048127 | -0,907201 | -0,016197 | Ditolak   |
| -13  | 0,028263  | 0,034246 | 2,475883* | 0,012066  | Diterima  |
| -12  | -0,007120 | 0,029241 | -0,730469 | 0,004946  | Ditolak   |
| -11  | -0,016642 | 0,03978  | -1,255073 | -0,011696 | Ditolak   |
| -10  | -0,009043 | 0,058948 | -0,460218 | -0,020739 | Ditolak   |
| -9   | -0,008968 | 0,029445 | -0,913666 | -0,029707 | Ditolak   |
| -8   | 0,016155  | 0,028441 | 1,704115  | -0,013551 | Ditolak   |
| -7   | -0,005170 | 0,01273  | -1,218371 | -0,018721 | Ditolak   |
| -6   | 0,030745  | 0,135583 | 0,680281  | 0,012024  | Ditolak   |
| -5   | 0,019460  | 0,044062 | 1,324966  | 0,031484  | Ditolak   |
| -4   | 0,017296  | 0,040125 | 1,293158  | 0,048780  | Ditolak   |
| -3   | -0,009917 | 0,026338 | -1,129649 | 0,038862  | Ditolak   |
| -2   | 0,016274  | 0,024887 | 1,961775* | 0,055137  | Diterima  |
| -1   | -0,012182 | 0,033536 | -1,089718 | 0,042955  | Ditolak   |
| 0    | 0,040135  | 0,117969 | 1,020653  | 0,083090  | Ditolak   |
| 1    | 0,030770  | 0,074864 | 1,233032  | 0,113860  | Ditolak   |
| 2    | 0,014769  | 0,061923 | 0,715536  | 0,128630  | Ditolak   |
| 3    | 0,020562  | 0,062717 | 0,983536  | 0,149191  | Ditolak   |
| 4    | -0,000207 | 0,095488 | -0,006498 | 0,148985  | Ditolak   |
| 5    | 0,029105  | 0,036344 | 2,402509* | 0,178090  | Diterima  |
| 6    | 0,010600  | 0,049275 | 0,645330  | 0,188689  | Ditolak   |
| 7    | 0,003898  | 0,028745 | 0,406849  | 0,192588  | Ditolak   |
| 8    | 0,007474  | 0,011648 | 1,924837  | 0,200061  | Ditolak   |

|   |           |          |           |          |         |
|---|-----------|----------|-----------|----------|---------|
| 9 | -0,004061 | 0,010022 | -1,215755 | 0,196000 | Ditolak |
|---|-----------|----------|-----------|----------|---------|

sambungan Tabel 3

|    |           |          |           |          |         |
|----|-----------|----------|-----------|----------|---------|
| 10 | 0,017317  | 0,053045 | 0,979375  | 0,213317 | Ditolak |
| 11 | -0,010924 | 0,033368 | -0,982134 | 0,202393 | Ditolak |
| 12 | 0,024385  | 0,048036 | 1,522923  | 0,226778 | Ditolak |
| 13 | 0,000249  | 0,054409 | 0,013716  | 0,227027 | Ditolak |
| 14 | -0,017226 | 0,074916 | -0,689804 | 0,209801 | Ditolak |
| 15 | -0,007300 | 0,066847 | -0,327593 | 0,202502 | Ditolak |

(Sumber: Hasil analisis)

Pada Tabel 3 menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* positif yang signifikan yaitu pada hari ke-13 dan hari ke-2 sebelum *event date* dan hari ke-5 setelah *event date*.

### 3.2 Pembahasan

Dari hasil perhitungan dan analisis serta pengujian berdasarkan masing-masing kelompok, dapat dijelaskan sebagai berikut:

#### 1. Dividen naik

Besarnya *t* hitung yang diperoleh dari hasil pengujian hipotesis pertama yang menguji AAR terhadap dividen naik ditunjukkan pada Tabel 2, dengan nilai *t* tabel sebesar 2,132 pada tingkat signifikansi 10%. Hipotesis alternatif ( $H_a$ ) akan diterima jika *t* hitung > 2,132 atau *t* hitung < -2,132. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa ada satu hari bursa yang menghasilkan *abnormal return* yang signifikan, yaitu hari ke-4 sebelum *event date*. Pada hari ke-4 sebelum *event date*, *abnormal return* negatif sebesar 0,001102 atau sekitar 0,1 dan hari ke-5 setelah *event date* *abnormal return* negatif sebesar 0,029105 atau sekitar 3%. Hal ini menunjukkan bahwa *ex-dividend date* merupakan *bad news* bagi investor yang kemungkinan besar tidak akan memberikan keuntungan bagi investor.

#### 2. Dividen turun

Besarnya *t* hitung yang diperoleh dari hasil analisis pengujian hipotesis pertama yang menguji AAR terhadap dividen turun ditunjukkan pada Tabel 3, dengan nilai *t* tabel sebesar 1,860 pada tingkat signifikansi 10%. Hipotesis alternatif akan diterima jika *t* hitung > 1,860 atau *t* hitung < -1,860. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa ada tiga hari bursa yang menghasilkan *abnormal return* yang signifikan, yaitu hari ke-13 dan hari ke-2 sebelum *event date*, serta hari ke-5 setelah *event date*. Pada hari ke-13 sebelum *ex-dividend date*, *abnormal return* positif sebesar 0,028263 atau sekitar 2% dan hari ke-2 sebesar 0,0166274 atau sekitar 1% sebelum *ex-dividend date* serta hari ke-5 sebesar 0,029105 atau sekitar 3%. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham mengalami reaksi positif terhadap adanya *ex-dividend date*. *Abnormal return* yang positif terhadap pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend date* menunjukkan bahwa pasar memberikan reaksi positif dan merupakan *good news* bagi investor dan investor menanggapi informasi tersebut dengan memberikan reaksi positif atas hal tersebut yang ternyata dapat memberikan *abnormal return* yang signifikan pada hari tersebut.

Dari hasil perhitungan CAAR pada masing-masing kelompok sampel dapat dilihat bahwa pada kelompok dividen naik CAAR yang diperoleh investor berfluktuatif selama periode tersebut. Pada kelompok dividen turun CAAR juga cenderung berfluktuatif cukup tajam. Kecenderungan perubahan CAAR pada dua kelompok sampel tersebut pada umumnya berlangsung lambat yaitu 22%. Periode waktu yang sangat lambat jika dikaitkan dengan bentuk efisien pasar mengindikasikan bahwa bentuk pasar efisien (dalam bentuk *semi strong*) belum dapat tercapai pada periode ini.

#### 4. KESIMPULAN DAN SARAN

##### 4.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil uji statistik, dapat disimpulkan bahwa pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham ditunjukkan dengan masih diperolehnya *abnormal return* pada sekitar tanggal *ex-dividend date*. Adapun kesimpulan secara rinci adalah sebagai berikut:

1. Pada kelompok dividen naik, masih terdapat *abnormal return* pada hari ke-4 sebelum *event date* sebesar -0,001102 atau sekitar 0,1% dan pada hari ke-5 setelah *event date* sebesar -0,032184 atau sekitar 3%. Ini berarti bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi *ex-dividend date*, sehingga informasi *ex-dividend date* pada pengumuman dividen naik merupakan *bad news* (investor kurang memperhatikan informasi *ex-dividend date*, sehingga pada saat harga saham mengalami penurunan investor membeli dengan harga yang lebih mahal, sehingga diperoleh *abnormal return* yang negatif).
2. Pada kelompok dividen turun menunjukkan bahwa ada tiga hari bursa yang masih memberikan *abnormal return* yang signifikan, yaitu pada hari ke-13 dan hari ke-2 sebelum *event date* sebesar 0,028263 atau sekitar 2% dan 0,0166274 atau sekitar 1%, serta pada hari ke-5 setelah *event date* sebesar 0,029105 atau sekitar 3%. Ini berarti bahwa harga saham bereaksi positif terhadap informasi *ex-dividend date*, sehingga informasi tersebut merupakan *good news* (investor yang mengerti informasi *ex-dividend date*, membeli saham sebelum *event date* dengan harga lebih rendah dengan harapan harga saham tersebut pada saat *ex-dividend date* mengalami kenaikan sehingga dapat diperoleh *abnormal return* yang positif).

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat perubahan harga saham yang signifikan sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Hal ini dapat dilihat dari *abnormal return* sesudah *ex-dividend date* lebih besar dari *abnormal return* sebelum *ex-dividend date*.

##### 4.2 Saran

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal selalu dicari oleh pelaku pasar, namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga. Hasil penelitian mengenai pengaruh informasi *ex-dividend date* mengakibatkan tanggapan yang bervariasi. Berdasarkan hasil penelitian serta kesimpulan diatas maka disarankan:

1. Bagi investor dan calon investor  
Dalam berinvestasi di pasar modal sebaiknya para investor dan calon investor selalu memperhatikan dan memanfaatkan pengumuman *ex-dividend* dalam membeli dan menjual saham agar terhindar dari kerugian.
2. Bagi emiten dan calon emiten  
Bagi emiten dan calon emiten disarankan untuk lebih meningkatkan transparansi dan teliti dalam menetapkan kebijakan pengumuman dividen, apakah akan menaikkan dividen, menurunkan dividen atau tetap dalam kaitannya dengan *ex-dividend date* agar informasi tersebut dapat dimanfaatkan untuk pengambilan keputusan, sehingga dapat menunjang terjadinya pasar yang efisien.

### DAFTAR PUSTAKA

- Campbell, JA and Beranek, W. (1995), "Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates" *Journal of Finance*, page 10. 425-429.
- Dajan Anto (1996), *Pengantar Metode Statistik*, Jilid II, Jakarta: LP3ES.
- Dyl, E.A. and Weigand, R.T. (1998), "The Information Content of Dividend Initiations Additional Evidence", *Financial Management*, Vol. 27, Autumn.
- Eades, K.M., P.J. Hess, and E.H. Kim (1994), "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period", *Journal of Financial Economic*, page 13, 3-34.
- Elton, E.J and M. M.J. Gruber (1980), "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", *review of Economical and Statistics*, page 52, 68-74.
- Garrett, I., and Priestley, R. (2000), *Dividend Behavior and Dividend Signaling*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 35. Issue 2, June.
- Husnan, Suad (1998), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua, Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Husnan, Suad dan Eny Pudjiastutik (1994), *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Jagannathan, R. and Frank, M. (1998), "Why Do Stock Price Drop by Less than the Value of Value the Dividend? Evidence from a Country Without Taxes", *Journal of Financial Economic* 47, page 161-188.
- Jogiyanto (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 1, cetakan 1, Yogyakarta: BPF.
- Kalay. A. (1992), "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Price: A Re-Examination of the Clientele Effect", *Journal of Finance*, page 37, 1059-1070.

- 
- Karpoff, J.M., and R.A. Walking (1988), "Short-term Trading Around Ex-Dividend Days Additional Evidence", *Journal of Financial Economics*, page 21, 192-198.
- Lakonishok, J. and T. Vermaelen (1986), "Tax-Induced Trading Around Ex- Dividend", *Journal of Finance*, page 38, 107-126.
- M. Fakhruddin dan M. Sopian Hadianto (2001), *Perangkat Dan Model Analisis Investasi Di Pasar Modal*, Buku 1, Elex Media Komputindo.
- Manurung, A.H. (1997), "Portofolio Bursa Efek Jakarta" (Kapitalisasi Besar, Kecil dan Campuran), Jakarta, Manajemen dan Usahawan No.12 th XXVI.
- Michaely, R. (1991), "Ex-Dividend Day Stock Price Behavior : The Case of the 1986 Tax Reform Act", *Journal of Finance*, page 46, 845-856.
- Michaely, R. and Murgia, M. (1995), *The Effect of Tax Heterogeneity on Prices and Volume Around the Ex-Dividend Day : Evidence from the Milan Stock Exchange*. *Review of Financial Studies* 8, 369-399.
- Mikhail, M.B., Walther, B.R. and Willis, R.H. (1999), "Dividend Changes and Earning Quality", *SSRN Journal*, August 30.
- Noronha, G.M., Shome, D.K., and Morgan, G.E. (1996), *The Monitoring Rationale for Dividend and Interactions of Capital Structure and Dividend Decision*. *Journal of Banking and Finance*, April, page 439-454.
- Supranto (1993), *Statistik Pasar Modal*, Jakarta: PT Rineka Cipta.
- Susyanto (1999), *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta: BPFE.
- Weston, Fred J. and Brigham, Eugene F. (1993), *Manajemen Keuangan Jilid 2*, Jakarta, Erlangga.
- Yoon, P.S., and Straks, L.T. (1995), *Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements*. *Review of Financial Studies*, Vol. 8. No. 4.