1. PENDAHULUAN

Harga saham mencerminkan ekspektasi investor atas earning, dividen, ataupun tingkat bunga, di mana perkiraan investor atas hal-hal tersebut akan membentuk harga saham yang sesuai. Selain harga saham, aktivitas perdangangan saham menjadi salah satu indikator yang bisa digunakan dalam penilian kinerja sebuah saham. Semakin tinggi aktivitas perdagangan sebuah saham, kinerja saham tersebut dinilai semakin bagus (Tandelilin, 2017). Berdasarkan *Mixture of Distribution Model* oleh Chen, Firth, dan Rui, harga dan volume perdagangan saham seharusnya memiliki hubungan positif yang berubah sejalan dengan munculnya informasi (Darmawan, 2018).

Informasi yang bisa mempengaruhi pergerakan harga dan jumlah saham yang beredar salah satunya adalah aksi korporasi seperti *right isssue*, pembagian saham bonus, stock split, dan pembagian dividen (Nuraya & Larasati, 2018). Keberadaan informasi atas aksi korporasi tersebut akan mengakibatkan reaksi pada pasar modal yang terlihat pada volume perdagangan, perubahan harga saham hingga perbedaan pada laba perusahaan (Mahala et al., 2015). Aksi korporasi yang cukup penting diketahui oleh para investor salah satunya adalah pembagian dividen.

Dividen merupakan pendistribusian laba pada pemegang saham yang didasarkan atas jumlah saham yang dimiliki pemegang saham tersebut (Andini et al., 2017). Terdapat beragam teori yang berkaitan dengan reaksi pasar atas pembagian dividen perusahaan Nuraya & Larasati (2018) menyatakan bahwa pembayaran dividen berdasarkan teori sinyal merupakan informasi penting yang mungkin menjadi perhatian investor karena pengumuman tersebut berisi informasi tentang pendapatan perusahaan dan sinyal tentang prospek masa depannya. Berdasarkan *agency cost model*, dividen merupakan salah satu sarana pemantauan perilaku manajemen dan berperan untuk meminimalisasi biaya agensi yang timbul atas potensi *conlict of interest* diantara pemegang saham dengan manajemen (Hitten, 2016). Dividen dapat berupa saham ataupun kas, di mana dalam pembagian dividen kas terdapat berbagai tanggal penting, yaitu tanggal cum-dividen, ex-dividen, tanggal pencatatan, dan tanggal pembayaran. Tanggal ex-dividen merupakan tanggal di mana investor yang melakukan pembelian saham atas perusahaan yang membagikan dividen pada hari tersebut sudah tidak berhak untuk mendapatkan dividen (Tandelilin, 2017).

Campbell & Beranek (1955) mengungkapkan asumsi bahwa harga saham mengalami penurunan pada tanggal ex-dividen sebesar dividen yang dibagikan. Keduanya melakukan penelitian untuk pembuktian atas asumsi tersebut dan ditemukan bahwa rata-rata harga saham yang turun pada tanggal ex-dividen berkisar sebesar 90 persen dari dividen yang dibagikan saat pasar saham cukup stabil. Penurunan harga saham tersebut umumnya terjadi karena saat setelah tanggal ex-dividen, kebanyakan investor melakukan aksi *profit taking* atas selisih harga saham dengan dividen yang didapatkannya, yang dilakukan dengan cara memegang saham hingga *cum-dividend date* (satu hari sebelum *ex-dividend date*) lalu menjual saham tersebut pada saat *ex-dividend date* (Istahargyo & Wirakusuma, 2019).

Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Campbell & Beranek, Ngoc & Cuong (2016) menemukan bahwa pengumuman pembagian dividen berpengaruh positif pada sekitar tanggal pengumuman serta terjadi peningkatan harga saham hingga mendekati

tanggal ex-dividen lalu mengalami penurunan sejak tanggal ex-dividen tersebut. Penelitian tersebut mendukung *dividend relevance theory* di mana kebijakan dividen berpengaruh atas nilai perusahaan yang dapat membantu manajer keuangan menentukan kebijakan dividen terbaik yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Agarwal (2020) dan Tinashe (2015) juga menemukan bahwa tanggal ex-dividen mempengaruhi perubahan harga dan terdapat tren kenaikan harga sebelum tanggal ex-dividen yang diikuti dengan penurunan harga saham setelah ex-dividen di mana persentase penurunan harga saham pada tanggal ex-dividen rata-rata sebesar 90 persen dari dividen yang dibagikan. Isaksson & Islam (2013) yang melakukan penelitian terhadap pasar saham di beberapa negara menemukan bahwa terdapat *abnormal return* dan *short-term trading* di sekitar ex-dividen di Tokyo *Stock Exchange* dan London *Stock Exchange*, tetapi tidak menemukan hal yang sama di New York dan Shanghai *Stock Exchange*. Sejalan dengan temuan Isaksson & Islam (2013) pada New York dan Shanghai *Stock Exchange*, Nuraya & Larasati (2018) tidak menemukan perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan setelah pengungkapan dividen dan tanggal ex-dividen. Octaviani, Widyanto, and Helsinawati (2019) yang meneliti *return* saham sebelum dan setelah tanggal ex-dividen pada industri Properti, *Real Estate*, dan Konstruksi tidak menemukan perbedaan rata-rata *return* saham yang signifikan sebelum dan setelah tanggal ex-dividen.

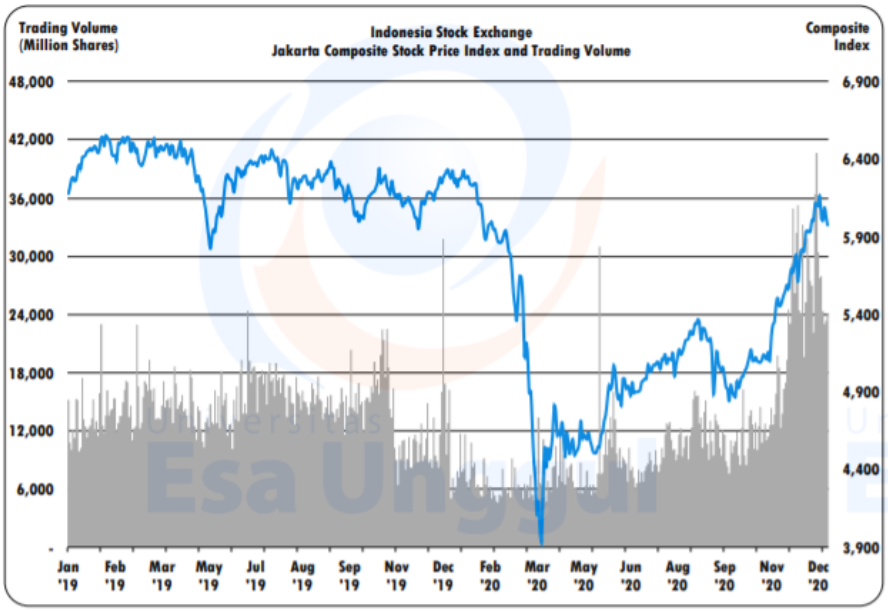
Penelitian atas pembagian dividen yang dilakukan di luar negeri umumnya berkaitan dengan pajak atas penerimaan dividen atau juga dengan teori dividen lainnya. Penelitian terdahulu menemukan, pada pasar saham yang *tax-free* terdapat *abnormal return* pada hari ex-dividen (Dupuis, 2019), serta terdapat penurunan harga saham rata-rata sebesar dividen yang dibagikan (Kreidl, 2020). Sedangkan pada pasar yang memberlakukan tarif pajak yang sama antara dividen dan *capital gains*, tidak ditemukan perbedaan *return* pada tanggal ex-dividen (García Blandón et al., 2011). Pada penelitian yang dilakukan Chen et al. (2013) ditemukan bahwa pajak diferensial merupakan faktor penting yang mempengaruhi harga saham dan perilaku investor di sekitar hari ex-dividen, di mana investor dengan braket pajak yang tinggi melakukan penjualan saham pada hari cum-dividen lalu berbalik melakukan pembelian sahan pada hari ex-dividen, sedangkan investor dengan braket pajak rendah melakukan perdagangan sebaliknya. Penelitian yang dilakukan pada zona BRIC (Brazil, Rusia, India, Cina) untuk menguji fenomena hari ex-dividen terhadap berbagai teori, ditemukan bahwa pada zona tersebut, fenomena hari ex-dividen mendukung teori *dividend-capturing* dan teori *disposition effect* (Cherkasova & Petrukhin, 2017).

Terdapat juga beberapa penelitian yang tidak hanya fokus pada *abnormal return*, penelitian-penelitian tersebut juga melakukan pengujian terhadap volume aktivitas perdagangan saham yang bisa digunakan dalam melihat reaksi dari investor dalam menyikapi sebuah informasi. Penelitian yang dilakukan oleh Sih et al. (2019) tidak menemukan perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada tanggal ex-dividen, tetapi ditemukan perbedaan *trading volume activity* pada tanggal cum-dividen. Pada penelitian yang dilakukan Tamara et al. (2020) terhadap harga saham dan volume perdagangan di hari ex-dividen pada perusahaan farmasi di berbagai negara, diungkapkan bahwa dari penelitian tersebut tidak ditemukan *abnormal trading volume* pada tanggal ex-dividen ataupun hari sebelumnya. Berbeda dengan penelitian tersebut, Istahargyo dan Wirakusuma (2019) yang melakukan penelitian pada perusahaan dalam indeks LQ45 tahun 2017 menemukan perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan sebelum dan

setelah tanggal ex-dividen. Chen et al. (2013) juga menemukan bahwa terdapat volume transaksi berlebih di sekitar hari ex-dividen. Dari berbagai penelitian yang telah dilakukan tersebut, masih terdapat *research gap* yang menunjukkan perlunya dilakukan penelitian terkait hal tersebut.

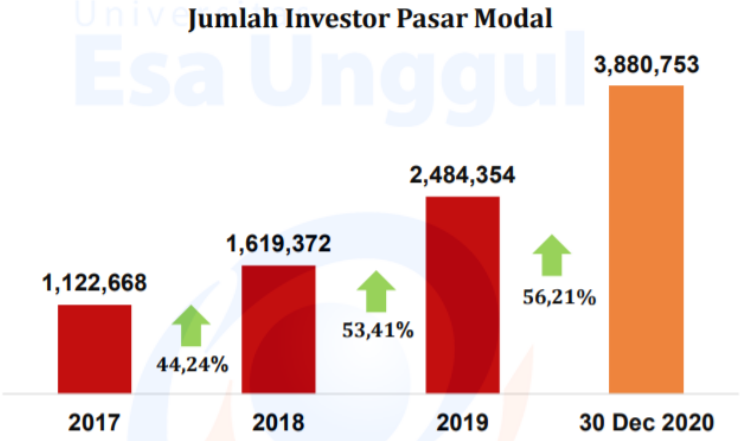
Bursa Efek Indonesia memiliki indeks yang berhubungan langsung dengan peristiwa dividen, yaitu indeks IDX *High Dividen* 20 yang diluncurkan pada tanggal 17 Mei 2018. Indeks ini mengukur kinerja harga saham dari 20 emiten yang membayarkan dividen tunai dengan *yield* yang tinggi selama 3 tahun terakhir. Indeks ini akan menarik bagi para investor, terutama yang mengharapkan keuntungan yang tinggi yang bisa didapatkan dari *dividend yield* yang tinggi. Indeks ini juga baru diluncurkan sehingga menarik untuk diamati, terutama untuk melihat pengaruh dari peristiwa pembagian dividen dikarenakan *yield* yang tinggi yang dapat menjadi pemicu investor untuk pengambilan keputusan investasi. Indeks ini pun telah digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Nurfadillah & Nuzula (2019), di mana keduanya menganggap bahwa indeks ini dapat dijadikan representasi atas respon pasar atas peristiwa pembagian dividen tunai di pasar saham Indonesia. Keduanya melakukan penelitian pada perusahaan pada indeks IDX *High Dividend* 20 tahun 2018 dan menemukan perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan setelah tanggal ex-dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tanggal ex-dividen berpengaruh terhadap *abnormal return*.

Perubahan harga dan aktivitas perdagangan saham tidak hanya dipengaruhi oleh kemunculan informasi, tetapi juga selalu terjadi sebelum perubahan ekonomi, yang menunjukkan adanya korelasi yang kuat antara harga saham dan kinerja makroekonomi (Tandelilin, 2017). Pasar modal akan merespon perubahan makroekonomi yang terjadi, di mana keadaan makroekonomi pun dipengaruhi oleh keadaan sebuah negara. Seperti yang telah diketahui bahwa pada akhir tahun 2019 ditemukan virus COVID-19 di Wuhan, Tiongkok. Virus tersebut memiliki tingkat penyebaran yang tinggi dan cepat di mana WHO (*World Health Organization*) pun menyatakan COVID-19 sebagai darurat kesehatan global (Saraswati, 2020). Pandemi COVID memiliki dampak yang sangat besar pada beragam sektor di seluruh dunia, begitupun terhadap pasar saham di berbagai belahan dunia yang mengalami penurunan harga saham yang cukup drastis seperti mayoritas saham di Vietnam (Anh & Gan, 2020), Index S&P 500 yang turun 34% di Amerika Serikat (Capelle-Blancard & Desroziers, 2020), dan di Indonesia sendiri di mana IHSG mengalami penurunan 26,43% (Saraswati, 2020). Walaupun begitu, IHSG dan volume perdagangan berangsur naik, terutama pada bulan September yang ditunjukkan pada gambar 1 berikut:



Gambar 1 Grafik IHSG dan Volume Perdagangan Saham Tahun 2019-2020
(Sumber: IDX Statistics 2020)

Kontras dengan penurunan IHSG yang disebabkan pandemic COVID-19, jumlah investor pasar modal mengalami peningkatan yang tinggi, 56,21% pada tahun 2020 yang merupakan peningkatan tertinggi bila dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya yang ditunjukkan pada gambar 2. Keadaan peningkatan jumlah investor dan juga IHSG menjadi fenomena *gap* dalam penelitian ini, bahwa walaupun kondisi ekonomi tidaklah stabil di masa pandemi, tetapi kegiatan investasi saham semakin membaik dan terjadi peningkatan investor pasar modal yang sangat signifikan.



Gambar 2 Jumlah Investor Pasar Modal tahun 2017-2020
(Sumber: Demografi Investor PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia)

Kegiatan investasi saham yang membaik ditunjukkan pula pada penelitian Eugster et al. (2020) terhadap pasar Eropa bagian barat di mana ditemukan bawa pola return saham pada tanggal ex-dividen saat COVID-19 meningkat dua kali lipat bila dibandingkan dengan

tahun-tahun sebelumnya dan perubahan harga saham sebagian besar disebabkan oleh *dividend-seeking investors*.

Berdasarkan uraian latar belakang dan perbedaan teori serta keadaan yang ditunjukkan dari *research gap*, serta fenomena yang ada tersebut mendorong penulis untuk dapat mengetahui dan meneliti tentang "**Analisis Perbedaan Harga dan Volume Perdagangan Saham pada Sekitar Tanggal Ex-Dividen Sebelum dan Saat Pandemi COVID-19 (Studi pada Indeks Idx *High Dividend* 20)"** di mana tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan memperoleh bukti empiris mengenai:

1. Perbedaan harga saham pada sekitar *ex-dividend date* sebelum COVID-19 pada perusahaan dalam indeks IDX *High Dividend* 20.
2. Perbedaan harga saham pada sekitar *ex-dividend date* saat pandemi COVID-19 pada perusahaan dalam indeks IDX *High Dividend* 20
3. Perbedaan volume perdagangan saham pada sekitar *ex-dividend date* sebelum pandemi COVID-19 pada perusahaan dalam indeks IDX *High Dividend* 20.
4. Perbedaan volume perdagangan saham pada sekitar *ex-dividend date* saat pandemi COVID-19 pada perusahaan dalam indeks IDX *High Dividend* 20.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Dividen

Dividen merupakan keuntungan atau laba yang diberikan perusahaan pada pemegang saham berdasarkan jumlah saham yang dimilikinya (Sincere, 2004), (Andini et al., 2017). Dividen dibayarkan dari cadangan pendapatan perusahaan yang biasanya dibayarkan tahunan, di mana pembayaran tersebut dapat juga dibagi menjadi dua periode, yaitu saat interim (dividen interim) dan final (McLaney & Atrill, 2016). Dividen dibagi menjadi dua macam, yaitu dividen kas yang berupa pembagian dividen secara tunai bagi para pemegang saham berdasarkan jumlah dividen yang ditentukan saat RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham), dan dividen nonkas yang dapat berupa saham ataupun pemecahan saham (Azizah, 2020). Diungkapkan dalam Gumanti (2017) bahwa investor dinilai lebih menyukai dividen yang menjanjikan hal yang lebih pasti dibandingkan *capital gain* mengandalkan perubahan harga saham..

Pembagian dividen perusahaan bergantung terhadap kebijakan yang diterapkan oleh perusahaan tersebut. Dalam pembagian dividen, terdapat tanggal-tanggal tertentu yang penting untuk diketahui, yaitu (www.klc.kemenkeu.go.id, n.d.):

- Tanggal Pengumuman (*Announcement Date*)
  Tanggal ini merupakan tanggal di mana perusahaan melakukan pengumuman atas pembagian dividennya. Pengumuman pembagian ini juga akan mencakup besaran dividen yang akan dibagikan beserta jadwal pelaksaan pembagiannya secara detail yang mencakup tanggal-tanggal lainnya seperti ex-dividen, cum-dividen, pencatatan, dan pembayaran.

- Tanggal Cum-Dividen
  Tanggal ini adalah tanggal terakhir untuk para investor untuk membeli saham yang membagikan dividend untuk mendapatkan hak atas pembagian dividen yang telah diumumkan.