

Beranda / Arsip / Vol 11 No 3 (2022): GEMA EKONOMI / Artikel

## ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH EX DIVIDEND DATE DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2019-2021

**Ridho Ramadhio Putra**

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Lampung, Indonesia

**Ernie Hendrawaty**

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Lampung, Indonesia

**Nindyta Puspitasari Dalimunteh**

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Lampung, Indonesia

### Abstrak

Pengumuman dividen merupakan informasi yang mengandung nilai ekonomis dan dapat menarik minat beli dari pelaku pasar sehingga harga akan meningkat. Sedangkan ex dividend date adalah hari tanpa dividen atau investor tidak lagi berhak menerima dividen sehingga dapat menyebabkan harga saham turun. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa terdapat abnormal return yang positif sebelum tanggal ex dividen dan akan menurun setelah tanggal ex dividen. Namun fenomena kenaikan harga saham sebelum ex dividend date dan penurunan harga saham setelah ex dividend date masih menjadi perdebatan para peneliti. Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris tentang perbedaan rata-rata abnormal return saham big caps, medium caps dan small caps sebelum dan sesudah ex dividend date di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021. Sampel penelitian terdiri dari 94 perusahaan dengan kriteria sampel membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap abnormal return saham. Rata-rata, harga saham untuk semua kapitalisasi cenderung meningkat sebelum tanggal ex-dividend dan menurun setelah tanggal ex-dividend. Penelitian ini juga menemukan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi negatif dengan rata-rata return saham. Artinya saham dengan ukuran kecil akan menghasilkan rata-rata return yang lebih tinggi dibandingkan saham perusahaan besar.

Vol. 11 No.03 (September 2022)

**GEMA Ekonomi**  
Jurnal Fakultas Ekonomi

#### ABOUT THE JOURNAL

GEMA EKONOMI (Jurnal Fakultas Ekonomi) merupakan peer review jurnal nasional yang diterbitkan oleh Fakultas Ekonomi Universitas Gresik yang terbit pertama kali pada tahun 2012. Redaksi menyambut baik seluruh masyarakat khususnya civitas akademika, peneliti untuk menyumbangkan dedikasi intelektualnya dalam bentuk artikel yang akan dimuat di jurnal ini yang asli dan belum pernah dipublikasikan di media manapun. Artikel dapat ditulis dalam bahasa Indonesia atau bahasa Inggris.



Gema Ekonomi (Jurnal Fakultas Ekonomi)  
<https://journal.umgriks.ac.id/index.php/GemaEkonomi/>

P-ISSN: 2252-0768  
E-ISSN: 2621-0444

PDF

Diterbitkan  
2022-09-12

Terbitan  
[Vol 11 No 3 \(2022\): GEMA EKONOMI](#)

Bagian  
Artikel

Lisensi



Artikel ini berlisensi [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](#).

All right reserved. The articles in this journal are under copyright of Jurnal Gema Ekonomi and the author of this article. No part of the articles may be reproduced without permission of the journal management.



#### SUPPORTED & TOOLS



#### ABOUT JOURNAL

- Editorial Team
- Reviewers
- Focus and Scope
- Peer Review Process
- Open Access Statement and Policy
- Publication Ethics and Misconducts
- Plagiarism Policy
- Indexing and Abstracting
- Article Processing Charge

#### SUBMISSIONS

- Author Guidelines
- Reviewer Guidelines
- Copyright and License Statement
- Manuscript Template

#### INFORMATION

- For Readers
- For Authors
- For Librarians

#### VISITOR

00013471

[View My Stats](#)

**GEMA EKONOMI (Jurnal Fakultas Ekonomi)** merupakan peer review jurnal nasional yang diterbitkan oleh Fakultas Ekonomi Universitas Gresik yang terbit pertama kali pada tahun 2012. Redaksi menyambut baik seluruh masyarakat khususnya civitas akademika, peneliti untuk menyumbangkan dedikasi intelektualnya dalam bentuk artikel yang akan dimuat di jurnal ini yang asli dan belum pernah dipublikasikan di media manapun. Artikel dapat ditulis dalam bahasa Indonesia atau bahasa Inggris.



## **ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH EX DIVIDEND DATE DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2019-2021**

**Ridho Ramadhio Putra, Ernie Hendrawaty, Nindytia Puspitasari Dalimunthe**

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Lampung, Indonesia  
Email: [ridhoramadhiop@gmail.com](mailto:ridhoramadhiop@gmail.com), [ernie.hendrawaty@feb.unila.ac.id](mailto:ernie.hendrawaty@feb.unila.ac.id),  
[nindytia.puspitasari@feb.unila.ac.id](mailto:nindytia.puspitasari@feb.unila.ac.id)

### **ABSTRAK**

Pengumuman dividen merupakan informasi yang mengandung nilai ekonomis dan dapat menarik minat beli dari pelaku pasar sehingga harga akan meningkat. Sedangkan ex dividend date adalah hari tanpa dividen atau investor tidak lagi berhak menerima dividen sehingga dapat menyebabkan harga saham turun. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa terdapat abnormal return yang positif sebelum tanggal ex dividen dan akan menurun setelah tanggal ex dividen. Namun fenomena kenaikan harga saham sebelum ex dividend date dan penurunan harga saham setelah ex dividend date masih menjadi perdebatan para peneliti. Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris tentang perbedaan rata-rata abnormal return saham big caps, medium caps dan small caps sebelum dan sesudah ex dividend date di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021. Sampel penelitian terdiri dari 94 perusahaan dengan kriteria sampel membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap abnormal return saham. Rata-rata, harga saham untuk semua kapitalisasi cenderung meningkat sebelum tanggal ex-dividend dan menurun setelah tanggal ex-dividend. Penelitian ini juga menemukan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi negatif dengan rata-rata return saham. Artinya saham dengan ukuran kecil akan menghasilkan rata-rata return yang lebih tinggi dibandingkan saham perusahaan besar.

**Kata kunci:** Kebijakan Dividen, tanggal ex dividen, abnormal return, kapitalisasi pasar

### **ABSTRACT**

The announcement of dividends is information that contains economic value and can attract buying interest from market participants so that prices will increase. While the ex dividend date is a day without dividends or investors are no longer entitled to receive dividends so that it can cause stock prices to decline. Previous research found that there is a positive abnormal return before the ex dividend date and will decrease after the ex dividend date. However, the phenomenon of increasing stock prices before the ex dividend date and decreasing stock prices after the ex dividend date is still a debate for researchers. This study aims to provide empirical evidence on the difference in the average abnormal returns of big caps, medium caps and small caps stocks before and after the ex dividend date on the Indonesia Stock Exchange for the 2019-2021 period. The research sample consisted of 94 companies with the sample criteria distributing dividends for three consecutive years. The results showed that dividend policy has an effect on stock abnormal returns. On average, stock prices for all capitalizations tend to increase before the ex-dividend date and decrease after the ex-dividend date. This study also found that firm size was negatively correlated with the average stock return. This means that stocks with small sizes will produce a higher average return than stocks of large companies.

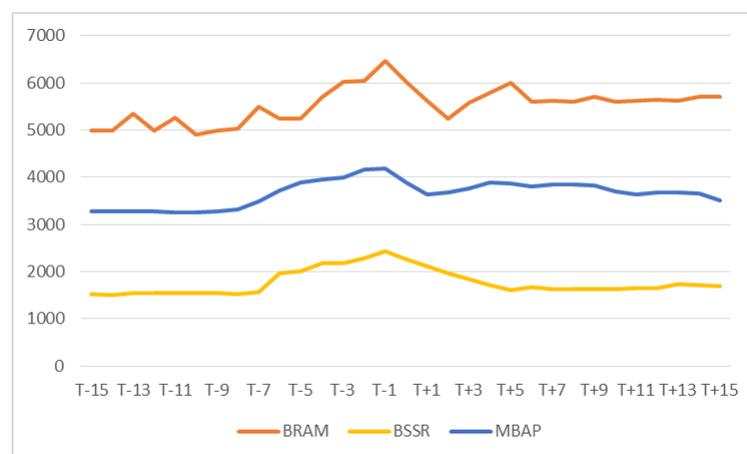
**Keywords:** Dividend Policy, ex dividend date, abnormal return, market capitalization

### **PENDAHULUAN**

Indonesia mengalami perkembangan pasar modal yang sangat pesat, hal ini ditandai dengan bertambahnya jumlah investor di Indonesia. Kondisi pergerakan harga saham di pasar modal Indonesia berfluktuasi relatif tinggi yang dipengaruhi sejumlah faktor antara lain informasi luar perusahaan (eksternal), serta informasi internal perusahaan. Perbedaan akses informasi tersebutlah yang menyebabkan adanya ketidakefisienan dalam pasar. Pasar dikatakan efisien apabila dimana semua harga sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Fama, 1970). Brigham dan Houston (2004), menyatakan bahwa pasar dikatakan efisien jika harga saham dengan cepat dapat merefleksikan seluruh informasi yang tersedia di pasar. Itu berarti bahwa informasi-informasi yang tersedia di pasar

mampu memengaruhi naik turunnya harga saham sebuah perusahaan. Pada pasar modal, informasi merupakan kebutuhan utama para investor dan traders karena informasi tersebut digunakan oleh mereka untuk mengambil keputusan investasi (Hendrawaty, 2007). Salah satu contoh informasi yang digunakan para investor adalah corporate action. Pada umumnya corporate action merupakan aktivitas emiten yang berpengaruh terhadap jumlah saham yang beredar dan berpengaruh terhadap harga saham di pasar (Darmadji dan Fakhruddin, 2012). Beberapa bentuk corporate action yang dilakukan para emiten adalah right issue, stock split, saham bonus, pengumuman dividen dan lain sejenisnya.

Pengumuman dividen merupakan satu hal yang dinantikan oleh pemegang saham. Menurut Ang (1997) dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (retained earnings) sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen tersebut dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Di dalam bentuk pasar efisien semi kuat dan pasar efisien kuat, maka pembagian dividen merupakan informasi yang mengandung nilai ekonomis dan dapat menimbulkan reaksi pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dan volume perdagangan dari sekuritas yang bersangkutan. Berikut terlampir contoh pergerakan harga saham setelah dan sesudah dividen



**Gambar 1. Pergerakan Harga Saham BRAM, BSSR, dan MBAP Sebelum dan Sesudah Dividen**  
 Sumber: IDX, data diolah 2021

Berdasarkan Gambar 1 diatas dapat dilihat pada saham PT Indo Kordsa Tbk. (BRAM), PT Baramulti Suksessarana Tbk. (BSSR), dan PT Mitrabara Adiperdana Tbk. (MBAP) mengalami kenaikan harga yang cukup signifikan ketika periode pengumuman dividen. Hal tersebut merupakan gambaran yang menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap pengumuman dividen dan mengalami penurunan ketika ex-dividend date. Tidak sedikit investor yang memanfaatkan momentum dividen untuk mendapatkan return berupa capital gain dalam waktu singkat. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan yang dapat diukur menggunakan abnormal return sebagai nilai perubahan harga. Sehingga setiap abnormal return yang terjadi secara tiba-tiba akan mengarah pada asumsi bahwa ada perbedaan informasi di antara pelaku pasar. Oleh karena itu, pelaku pasar akan berusaha mencari tahu informasi tersebut sehingga harga akan menyesuaikan kembali berdasarkan informasi tambahan tersebut (Faisol et al., 2022)

Menurut Jogiyanto (2010) abnormal return merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (actual return) terhadap imbal hasil ekspektasi (expected return). Suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar, sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar. Pengumuman dividen saham akan menghasilkan reaksi cepat oleh investor pada kondisi pasar yang efisien. Hal ini menandakan minat investor untuk membeli saham perusahaan yang mengumumkan dividen pada beberapa waktu akan meningkat. Akibatnya, harga saham perusahaan pun akan turut meningkat. Dengan meningkatnya harga

saham itu, maka pembagian dividen saham memiliki kandungan informasi yang penting bagi investor untuk mendapatkan abnormal return.

Reaksi pasar bisa berbeda-beda tergantung dari ukuran perusahaan (market capitalization) dan prospek perusahaan itu sendiri. Fakhruddin (2008) mendefinisikan kapitalisasi pasar sebagai nilai besaran perusahaan publik yang telah mencatatkan sahamnya di bursa saham. Kapitalisasi pasar terbagi menjadi tiga kategori yaitu, kapitalisasi besar, kapitalisasi sedang, dan kapitalisasi kecil. Kapitalisasi besar yaitu perusahaan yang memiliki nilai pasar di atas Rp 10 triliun. Kapitalisasi sedang yaitu perusahaan yang memiliki nilai pasar di antara Rp 1 triliun sampai Rp 10 triliun. Kapitalisasi kecil yaitu perusahaan yang memiliki nilai pasar di bawah Rp 1 triliun.

Pengaruh ukuran perusahaan pertama kali diperkenalkan oleh Banz (1981) di pasar saham Amerika Serikat dan didukung oleh penelitian dari Reinganum (1981). Banz menemukan korelasi negatif antara ukuran perusahaan dan return saham. Artinya, saham perusahaan kecil akan menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham perusahaan besar. Selain itu, saham dengan nilai pasar ekuitas kecil akan mengungguli return saham perusahaan besar. Penelitian yang dilakukan oleh Barbee (1996) juga menunjukkan hasil yang sama yaitu ukuran perusahaan berkorelasi negatif dengan return saham.

Saham perusahaan ukuran kecil berada pada fase pertumbuhan yang mengakibatkan lebih berisiko karena secara finansial lebih lemah daripada perusahaan besar. Namun, perusahaan kecil memiliki potensi yang lebih besar untuk tumbuh prinsip ini didukung oleh Merkel (2016) dalam Hasnawati (2020). Pertumbuhan return perusahaan kecil dan besar dapat dilihat dari sejarah perusahaan Amerika sejak tahun 1926 dan perusahaan multinasional sejak tahun 1970. Kinerja perusahaan kapitalisasi kecil mengungguli kinerja kapitalisasi besar di Amerika Serikat dan bursa saham internasional lainnya. Perusahaan yang lebih kecil akan lebih berisiko daripada perusahaan besar dari waktu ke waktu karena mereka tidak sekuat perusahaan besar. Didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Vanden, 2015), ia menemukan bahwa tingkat risiko yang lebih tinggi akan menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi. Selain itu, perusahaan kecil akan menghasilkan risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar. Karena beberapa risiko yang terkait dengan perusahaan kecil adalah tentang sulitnya perusahaan kecil untuk sumber pendanaan, likuiditas dan pangsa pasar yang rendah atau merek yang kurang bereputasi (Duy & Phoac, 2016). Argumen lain mengatakan bahwa perusahaan kecil adalah calon peminjam berisiko dari bank, tingkat operasi yang lebih rendah, karyawan yang lebih sedikit, tingkat persediaan yang lebih rendah dan rekam jejak yang lebih sedikit.

Terdapat beberapa tanggal penting dalam informasi dividen antara waktu pengumuman dividen sampai pembayaran dividen, salah satunya adalah ex-dividend date. Secara teoretis, pada tanggal ex-dividend date harga saham seharusnya mengalami penurunan. Ex-dividend date merupakan tanggal dimana pemegang saham tidak berhak mendapatkan dividen dari suatu perusahaan. Hal ini kemudian yang menyebabkan harga saham akan cenderung mengalami penurunan. Meskipun demikian, penurunan harga saham di ex-dividend date masih menjadi perdebatan para peneliti.

Menurut Campbell dan Beranek (1995), pembagian dividen tunai kepada pemegang saham akan menyebabkan harga saham jatuh pada waktu ex-dividend date. Pemikiran ini disebabkan karena investor telah kehilangan hak atas return dari dividen dan melihat prospek ke depan perusahaan yang membagi dividen. Apabila pembayaran dividen semakin besar, secara keseluruhan posisi modal akan menurun. Semakin besar dividen yang dibayar, maka akan mengurangi besarnya laba ditahan dan menurunkan posisi modal perusahaan. Hal ini akan membuat investor berpikiran negatif sehingga harga saham perusahaan tersebut pada saat ex-dividend date mengalami penurunan.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan sejumlah peneliti, diketahui bahwa terdapat abnormal return positif pada hari sebelum ex dividend date dan mengalami penurunan pada setelah ex dividend date terdapat di Amerika (Woolridge, 1983) dan Eades et al., 1984), Jepang (Dhatt, et al., 1994), Kanada (Athanasakos dan smith, 1996), Selandia Baru (Anderson et al., 2004), Australia (Balachandran et al., 2005), Taiwan (Yang dan Wo, 2015), Oman (Yahyaee, 2008), Turki (Kadioglu dan Kirbas, 2020), Sri Lanka (Bandara dan Samarakoon, 2002), dan Vietnam (Ngoc dan Cuong, 2016).

Meskipun sebagian besar penelitian menemukan adanya abnormal return positif di sebelum ex-dividend date, beberapa penelitian tidak menunjukkan temuan tersebut. Seperti Papaioannou et al. (2000),

mereka tidak menemukan abnormal return yang signifikan secara statistik pada tanggal ex-dividend date. Kemudian, Prasetiono (2000) dalam Anindhita (2020) dan Suparno (2013) mereka menyimpulkan bahwa peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata abnormal return saham secara signifikan. Selanjutnya, Gracia-Blandon dan Martinez-Blasco (2012) mereka menyimpulkan tidak terdapat kenaikan maupun penurunan abnormal return di sekitar ex-dividend date.

Berdasarkan hasil telaah pada penelitian terdahulu yang masih belum mendapatkan hasil yang konsisten terkait adanya abnormal return sebelum dan sesudah ex-dividend date dan masih sedikitnya penelitian di Indonesia yang mengelompokkan perusahaan berdasarkan kapitalisasi pasarnya untuk mendapatkan abnormal return, maka peneliti berusaha mengisi kesenjangan penelitian dengan menguji kembali pengaruh pengumuman dividen terhadap pergerakan harga saham. Berdasarkan uraian diatas, maka peneliti tertarik untuk melakukan sebuah penelitian dengan judul: “Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Ex Dividend Date di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2021”.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan metode studi peristiwa (event study) untuk menganalisis pengaruh pengumuman dividen saham terhadap abnormal return. Event Study merupakan salah satu metodologi penelitian yang menggunakan data-data pasar keuangan untuk mengukur dampak dari suatu kejadian yang spesifik terhadap nilai perusahaan, biasanya tercermin dari harga saham dan volume transaksinya (MacKinlay,1997). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengumuman dividen terhadap abnormal return sebelum dan sesudah ex-dividend date. Penelitian ini mencari adanya abnormal return yang didapatkan oleh investor di sekitar tanggal peristiwa dan perbedaan Average Abnormal Return (AAR) atas dividen yang diumumkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) anrara sebelum dan sesudah peristiwa ex-dividend date.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perubahan harga saham yang diukur dengan cara mengobservasi satu bulan pergerakan harga saham harian (berdasarkan closing price) selama 15 hari sebelum ex-dividend date dengan 15 hari sesudah ex dividend date yang terdaftar di BEI periode 2019-2021.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode waktu dari tahun 2019-2021, dengan mengeluarkan perusahaan yang delisting. Sampel dari penelitian ini dengan kriteria adalah perusahaan yang masih terdaftar dari tahun 2019 sampai 2021 dan terus-menerus membagikan dividen tunai dari periode tahun 2019 sampai 2021, tidak melakukan corporate action lain seperti right issue, merger, acquisition, stock split, buy back, tender offer, dan lain-lain dalam event window

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **A. Analisis statistik deskriptif**

Statistik deskriptif adalah proses mengumpulkan, menyajikan, dan meringkas karakteristik data sehingga dapat menggambarkan data dengan baik. Analisis statistik bertujuan untuk mengetahui karakteristik data, seperti nilai minimum (minimum), maksimum (*maximum*), *mean* (rata-rata), dan derajat varians dari sebaran data. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *average abnormal return* pada 15 hari sebelum *ex dividend date* dan 15 hari setelah *ex dividend date* selama 3 tahun. Adapun hasil analisis data penelitian dapat digambarkan pada tabel 1 dan tabel 2.

### **B. Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return***

**Tabel 1. Statistik Deskriptif AAR**

|          | T-15           |             |                |               | T+15           |             |                |               |
|----------|----------------|-------------|----------------|---------------|----------------|-------------|----------------|---------------|
|          | AAR All Sample | AAR Big Cap | AAR Medium Cap | AAR Small Cap | AAR All Sample | AAR Big Cap | AAR Medium Cap | AAR Small Cap |
| Min.     | -.00096        | -.002720    | -.003770       | -.006590      | -.008582       | -.003430    | -.008980       | -.030520      |
| Max.     | .010089        | .006500     | .009940        | .031550       | .002142        | .004140     | .003850        | .009950       |
| Mean     | .003204        | .002084     | .003487        | .006088       | -.001129       | -.000648    | -.001334       | -.001992      |
| Median   | .003000        | .002470     | .003340        | .002360       | -.000095       | -.001160    | -.001540       | -.000540      |
| Std dev. | .00253         | .003149     | .003317        | .009734       | .002674        | .002104     | .003344        | .009453       |
| N        | 15             |             |                |               | 15             |             |                |               |

Sumber: SPSS, Data diolah

Tabel 4.1 menunjukkan data *average abnormal return* selama periode pengamatan. Perusahaan *small caps* menunjukkan rata-rata *abnormal return* positif terbesar sebelum *ex dividend date* dibandingkan perusahaan *big caps* dan *medium caps* dengan nilai kenaikan 0.006088. Perusahaan *small caps* juga memiliki tingkat penurunan atau risiko terbesar dibandingkan perusahaan *big caps* dan *medium caps* setelah *ex dividend date* dengan nilai penurunan -0.01992. Artinya, perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih kecil akan bereaksi secara lebih kuat terhadap peristiwa pengumuman dividen. Secara menyeluruh ditemukan rata-rata kenaikan sebelum *ex dividend date* sebesar 0.003204 dan mengalami penurunan ketika setelah *ex dividend date* sebesar -0.001129. Artinya, pasar modal Indonesia dapat dikatakan cenderung akan mengalami kenaikan harga sebelum *ex dividend date* dan akan mengalami penurunan setelah *ex dividend date*

### C. Statistik Deskriptif Cumulative Average Abnormal Return

**Tabel 2. Statistik Deskriptif CAAR**

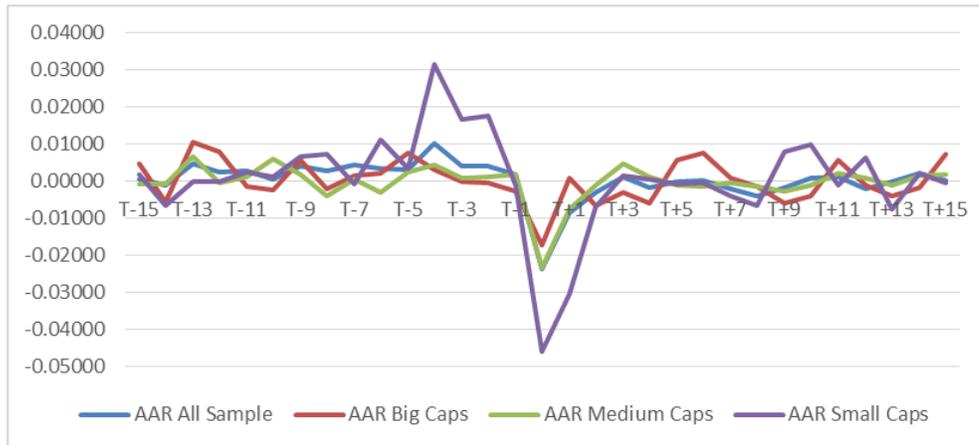
|          | T-15            |              |                 |                | T+15            |              |                 |                |
|----------|-----------------|--------------|-----------------|----------------|-----------------|--------------|-----------------|----------------|
|          | CAAR All Sample | CAAR Big Cap | CAAR Medium Cap | CAAR Small Cap | CAAR All Sample | CAAR Big Cap | CAAR Medium Cap | CAAR Small Cap |
| Min.     | -.000397        | .003227      | -.003767        | -.005050       | .005116         | .002541      | .002651         | -.001736       |
| Max.     | .048068         | .033100      | .052328         | .092460        | .015826         | .010596      | .021870         | .021390        |
| Mean     | .020699         | .021899      | .018841         | .025187        | .009464         | .005639      | .012414         | .011177        |
| Median   | .016834         | .024826      | .011387         | .011599        | .007694         | .005162      | .010365         | .009976        |
| Std dev. | .016536         | .010205      | .018740         | .035801        | .003735         | .002670      | .006626         | .005764        |
| N        | 15              |              |                 |                | 15              |              |                 |                |

Sumber: SPSS, Data diolah

Tabel 4.2 menunjukkan hasil *Cumulative Average Abnormal Return* pada periode 2019-2021. Pada CAAR menunjukkan hasil yang berbeda dengan AAR, *return* saham *big caps* melampaui *return* saham *medium caps* secara kumulatif selama tiga tahun dengan rata-rata 0.21899 pada T-15 *ex dividend date*. Hasil

penelitian ini menemukan penurunan harga ketika *ex dividend date* namun pada CAAR tidak menyebabkan CAAR negatif secara menyeluruh. Artinya, setiap investor yang menanamkan modalnya tetap mendapatkan keuntungan *capital gain* terlepas dari volatilitas harga akibat pengumuman dividen.

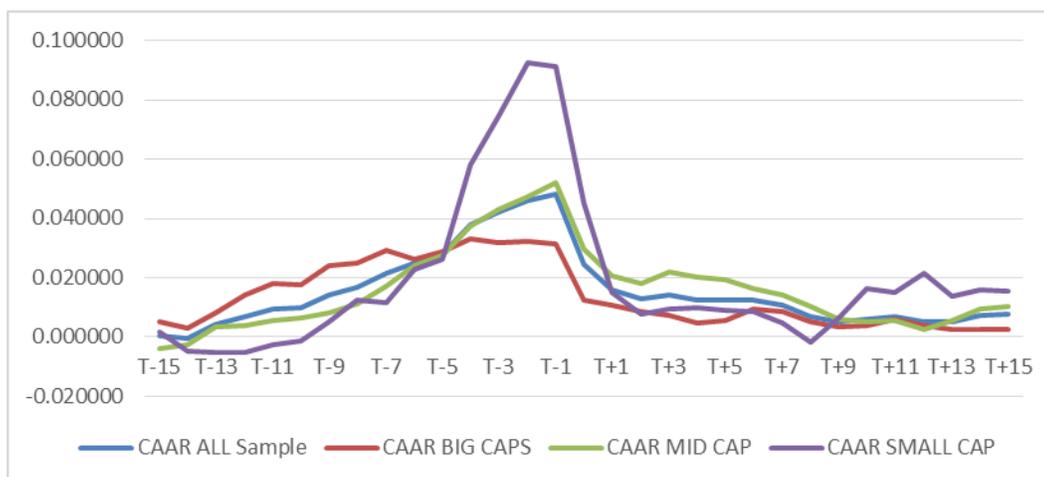
#### D. Grafik Average Abnormal Return



Gambar 1. Grafik AAR

Gambar 4.1 menunjukkan fluktuasi harga yang terjadi pada sebelum dan sesudah *ex dividend date*. Berdasarkan data tersebut diketahui bahwa pada periode pengamatan T-15 harga rata-rata seluruh saham akan cenderung mengalami kenaikan dengan nilai rata-rata sebesar 0.003204. Harga terlihat mengalami kenaikan signifikan ketika T-5 hingga T-4 dengan kenaikan tertinggi dialami oleh perusahaan small caps dengan nilai rata-rata 0.0316. Ketika mendekati *ex dividend date* harga akan cenderung mengalami penurunan mulai dari T+1 hingga T+0 dengan penurunan terdalam dialami oleh perusahaan *small caps* dengan penurunan sebesar -0.0459. Secara menyeluruh, *return* AAR sebelum *ex dividend date* sebesar 0.003204 dan *return* AAR setelah *ex dividend date* sebesar -0.001129 artinya investor tetap mendapatkan *capital gain* sebesar 0.002075

#### E. Grafik Cumulative Average Abnormal Return



Gambar 2. Grafik CAAR

Gambar 4.2 menunjukkan pergerakan harga secara menyeluruh selama periode pengamatan. Seluruh saham terlihat serentak mengalami kenaikan ketika sebelum *ex dividend date*. Kenaikan tertinggi (*max*) secara berurut dialami oleh perusahaan *small caps*, *medium caps* dan *big caps*. Skor tertinggi terjadi pada T-5 hingga T-2 dialami oleh perusahaan *small caps* dengan nilai tertinggi sebesar 0.0922460. Namun, secara rata-rata, kenaikan tertinggi secara berurut yaitu *small caps*, *big caps*, dan *medium caps* dengan masing masing nilai adalah 0.025187, 0.021899, dan 0.018841.

**F. Hasil Uji Validitas**

Uji validitas dalam penelitian ini menggunakan uji *Case processing summary*. Berdasarkan pengujian yang dilakukan didapatkan data yang tersaji dalam tabel berikut ini:

**a) Uji Validitas AAR**

**Tabel 4.3 Hasil Uji Validitas AAR  
Case Processing Summary**

|            | Cases |         |         |         |       |         |
|------------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|
|            | Valid |         | Missing |         | Total |         |
|            | N     | Percent | N       | Percent | N     | Percent |
| AARsebelum | 15    | 100.0%  | 0       | 0.0%    | 15    | 100.0%  |
| AARsesudah | 15    | 100.0%  | 0       | 0.0%    | 15    | 100.0%  |

Sumber: SPSS, Data diolah

Berdasarkan hasil uji *Case processing summary*, diketahui bahwa terdapat lima belas data yang terdiri dari 15 hari sebelum *ex dividend date* dan 15 hari setelah *ex dividend date*. Berdasarkan hasil di atas tidak ada data yang hilang dalam pengujian. Hal ini berarti data dalam penelitian ini sudah valid dan dapat dilanjutkan ke proses selanjutnya.

**b) Uji Validitas CAAR**

**Tabel 4 Hasil Uji Validitas CAAR  
Case Processing Summary**

|             | Cases |         |         |         |       |         |
|-------------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|
|             | Valid |         | Missing |         | Total |         |
|             | N     | Percent | N       | Percent | N     | Percent |
| CAARsebelum | 15    | 100.0%  | 0       | 0.0%    | 15    | 100.0%  |
| CAARsesudah | 15    | 100.0%  | 0       | 0.0%    | 15    | 100.0%  |

Sumber: SPSS, Data diolah

Berdasarkan hasil uji *Case processing summary*, diketahui bahwa terdapat lima belas data dan tidak ada data yang hilang dalam pengujian. Hal ini berarti data dalam penelitian ini sudah valid dan dapat dilanjutkan ke proses selanjutnya

**G. Hasil Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data yang telah dikumpulkan berdistribusi normal atau tidak. Dalam Data yang berdistribusi normal artinya memiliki sebaran yang merata sehingga benar-benar mewakili populasi dan dapat dikatakan sebagai data yang baik . Data akan disebut normal ketika signifikan lebih besar dari atau sama dengan 0.05. Sementara itu, data akan masuk kategori tidak

normal ketika nilai signifikan lebih kecil dari 0,05. Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan Shapiro-Wilk dikarenakan sample kurang dari 50. Adapun hasil pengujiannya sebagai berikut:

#### a) Uji Normalitas AAR

**Tabel 5 Hasil Uji Normalitas AAR**

| No | Sample          |         | Signifikansi | Kesimpulan  |
|----|-----------------|---------|--------------|-------------|
|    |                 |         | Shapiro-Wilk |             |
| 1  | AAR All Sample  | Sebelum | .083         | Data Normal |
|    |                 | Sesudah | .032         | Data Normal |
| 2  | AAR Big Caps    | Sebelum | .226         | Data Normal |
|    |                 | Sesudah | .229         | Data Normal |
| 3  | AAR Medium Caps | Sebelum | .100         | Data Normal |
|    |                 | Sesudah | .132         | Data Normal |
| 4  | AAR Small Caps  | Sebelum | .032         | Data Normal |
|    |                 | Sesudah | .006         | Data Normal |

Sumber : data diolah, lampiran 2

Berdasarkan hasil uji normalitas AAR dalam tabel 4.5 dapat disimpulkan bahwa seluruh data memiliki nilai sig. di atas 0,05, maka dapat dikatakan normal sehingga uji hipotesis dilakukan dengan uji *paired samples test*

#### b) Uji Normalitas CAAR

**Tabel 6 Hasil Uji Normalitas CAAR**

| No | Sample           |         | Signifikansi | Kesimpulan        |
|----|------------------|---------|--------------|-------------------|
|    |                  |         | Shapiro-Wilk |                   |
| 1  | CAAR All Sample  | Sebelum | .203         | Data Normal       |
|    |                  | Sesudah | .052         | Data Normal       |
| 2  | CAAR Big Caps    | Sebelum | .063         | Data Normal       |
|    |                  | Sesudah | .147         | Data Normal       |
| 3  | CAAR Medium Caps | Sebelum | .972         | Data Normal       |
|    |                  | Sesudah | .506         | Data Normal       |
| 4  | CAAR Small Caps  | Sebelum | .003         | Data Tidak Normal |
|    |                  | Sesudah | .683         | Data Tidak Normal |

Sumber : data diolah, lampiran 2

Berdasarkan hasil uji normalitas CAAR dalam tabel 4.6 terdapat data yang tidak berdistribusi normal yaitu CAAR *small caps* sehingga data yang tidak normal akan diuji dengan *wilcoxon signed rank test* dan data yang berdistribusi normal akan diuji dengan *paired samples test*

## H. Hasil Uji Hipotesis

#### a) Hasil Uji Beda AAR

**Tabel 7 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis AAR**

| No | Hipotesis   | Sampel      | Signifikansi   | Kesimpulan  |
|----|-------------|-------------|----------------|-------------|
| 1  | Hipotesis 1 | All Sample  | $0.000 < 0.05$ | H1 Diterima |
| 2  | Hipotesis 2 | Big Caps    | $0.026 < 0.05$ | H2 Diterima |
| 3  | Hipotesis 3 | Medium Caps | $0.000 < 0.05$ | H3 Diterima |
| 4  | Hipotesis 4 | Small Caps  | $0.019 < 0.05$ | H4 Diterima |

Sumber : data diolah, lampiran 3

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan antara sedelum dan sesudah *ex dividend date*. Adanya *abnormal return* positif sebelum *ex dividend date* mengindikasikan bahwa pengumuman dividen merupakan *good news* yang dapat mengakibatkan meningkatnya pembelian saham. Reaksi setelah *ex dividend date* menunjukkan reaksi *bad news* yang dapat mengakibatkan penjualan saham sebab pada *ex dividend date* investor kehilangan hak atas dividend.

## b) Hasil Uji Beda CAAR

Tabel 4.8 Ringkasan Uji Beda CAAR

| No | Sampel      | Signifikansi | Kesimpulan       |
|----|-------------|--------------|------------------|
| 1  | All Sample  | 0.044 < 0.05 | Signifikan       |
| 2  | Big Caps    | 0.000 < 0.05 | Signifikan       |
| 3  | Medium Caps | 0.320 > 0.05 | Tidak Signifikan |
| 4  | Small Caps  | 0.427 > 0.05 | Tidak Signifikan |

Sumber : data diolah, lampiran 4

Dari hasil tabel 4.8 terdapat hasil yang berbeda yaitu pada saham *big caps* menunjukkan nilai sig. sebesar 0.000 ( $0.000 < 0.05$ ). Artinya terdapat perbedaan CAAR pada sebelum dan sesudah *ex dividend date* kategori saham *big caps*. Namun pada saham *medium caps* dan *small caps* nilai sig. diatas 0.05 sehingga menyimpulkan tidak terdapat perbedaan CAAR pada sebelum dan sesudah *ex dividend date* kategori saham *medium caps* dan *small caps*

## I. Hasil dan Diskusi

### a) Pengaruh Ex-Dividend Date Terhadap Abnormal Return Saham Keseluruhan

Hasil pengujian hipotesis menggunakan *paired sample test* diperoleh nilai signifikansi 0,000. Berdasarkan hasil tersebut, maka nilai signifikansi kurang dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ), sehingga hipotesis 1 penelitian ini diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan AAR sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada seluruh sampel. Menurut sularso (2003) dalam penelitiannya menyatakan bahwa pengumuman dividen akan berpengaruh terhadap harga saham di perusahaan, terutama di sekitaran pengumuman dividen saat *ex dividend date*. Apabila suatu peristiwa pengumuman mengandung informasi, maka hal ini akan menyebabkan perubahan abnormal return di sekitar peristiwa pengumuman dividen. Penelitian ini menemukan rata-rata *abnormal return* positif pada sebelum *ex dividend date* (T-15) sebesar 0.003204 dan *abnormal return* ketika setelah *ex dividend date* (T+15) sebesar -0.001129 secara rata-rata. Hal ini menandakan secara menyeluruh pasar modal Indonesia memiliki reaksi terhadap suatu informasi yang mengandung nilai ekonomis. Rata-rata investor di Indonesia adalah investor jangka pendek yang berharap return yang berasal dari *capital gain* (Haryanto,2011). Sehingga investor cenderung menyukai *capital gain* dibandingkan pembagian dividen tunai. Adanya *abnormal return* yang positif sebelum *ex dividend date* menjelaskan bahwa pengumuman dividen merupakan *good news* yang mengakibatkan meningkatnya harga saham dan menjadi salah satu cara seorang *trader* untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek. *Abnormal return* yang negatif setelah *ex dividend date* menunjukkan bahwa *ex dividend date* merupakan *bad news* yang mengakibatkan penurunan harga saham sebab pada *ex dividend date* investor telah kehilangan hak atas dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kadioglu & Kirbas (2020), Ngoc & Cuong (2016), dan Anderson et al. (2004) juga menemukan bahwa terdapat *abnormal return* positif pada hari sebelum *ex dividend date* dan mengalami penurunan pada *ex dividend date*. Dengan adanya abnormal return memperlihatkan bahwa pasar modal indonesia belum efisien bentuk kuat. Hasil ini mendukung teori yang menyatakan jika pasar yang tidak efisien dalam bentuk setengah kuat, maka akan ada *lag* dalam penyesuaian harga terhadap informasi baru dan ini dapat dimanfaatkan oleh investor untuk mendapatkan *abnormal return* (Eduardus, 2001).

**b) Pengaruh *Ex Dividend Date* Terhadap *Abnormal Return* Saham Big Caps**

Hasil pengujian hipotesis menggunakan *paired sample test* diperoleh nilai signifikansi 0,026. Berdasarkan hasil tersebut, maka nilai signifikansi kurang dari 0,05 ( $0,026 < 0,05$ ), sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan AAR sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada sampel *big caps*. Pada tabel statistik deskriptif, menunjukkan nilai rata-rata *abnormal return* yang lebih rendah dibandingkan *medium caps* dan *small caps* baik sebelum dan sesudah *ex dividend date*. Hal ini dikarenakan saham pada kategori *big cap* merupakan perusahaan-perusahaan besar yang telah dikenal luas masyarakat dan memiliki keuangan yang cenderung stabil. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kadioglu dan Kirbas (2020) yang mengatakan rata-rata abnormal return saham kapitalisasi besar lebih rendah dibandingkan kapitalisasi kecil.

**c) Pengaruh *Ex Dividend Date* Terhadap *Abnormal Return* Saham Medium Caps**

Hasil pengujian hipotesis menggunakan *paired sample test* diperoleh nilai signifikansi 0,000. Berdasarkan hasil tersebut, maka nilai signifikansi kurang dari 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ), sehingga hipotesis 3 penelitian ini diterima. Hasil penelitian menemukan rata-rata *abnormal return* saham kapitalisasi sedang sebelum *ex dividend date* sebesar 0.003487 yang artinya rata-rata *abnormal return* pada saham kapitalisasi sedang lebih besar dibanding saham kapitalisasi besar, namun lebih kecil dibanding saham kapitalisasi kecil. Hal serupa juga ditemukan ketika setelah *ex dividend date* yaitu secara rata-rata saham kapitalisasi sedang mengalami penurunan yaitu sebesar -0.001334. Hal ini menyimpulkan resiko penurunan lebih besar di saham kapitalisasi sedang dibandingkan saham kapitalisasi besar.

**d) Pengaruh *Ex-Dividend Date* Terhadap *Abnormal Return* Saham Small Caps**

Hasil pengujian hipotesis menggunakan *paired sample test* diperoleh nilai signifikansi 0,019. Berdasarkan hasil tersebut, maka nilai signifikansi kurang dari 0,019 ( $0,019 < 0,05$ ), sehingga hipotesis 4 penelitian ini diterima. Hasil penelitian menemukan saham kapitalisasi kecil memiliki rata-rata *abnormal return* terbesar sebelum *ex dividend date* yaitu sebesar 0.006088 dibandingkan *big caps* dan *medium caps* penelitian ini sejalan dengan Switzer (2010) dan Wong (1989). Hasil penelitian juga menemukan saham kapitalisasi kecil memiliki resiko terbesar ketika setelah *ex dividend date* yaitu secara rata-rata mengalami penurunan sebesar -0.00199200. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Banz (1981), Barbee (1996), dan Vanden (2015) mereka menemukan hasil yang sama yaitu ukuran perusahaan berkorelasi negatif dengan *return* saham. Artinya, saham perusahaan kecil akan menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham perusahaan besar. Namun, perlu diketahui perusahaan *small cap* memiliki tingkat risiko yang tinggi pula, salah satu risiko yang perlu diperhatikan dalam *small cap* adalah tingkat likuiditas yang rendah. Hasnawati (2020), mengatakan bahwa saham *small caps* di Indonesia memiliki tingkat likuiditas yang rendah dan risiko bisnis yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Likuiditas saham menunjukkan frekuensi transaksi suatu saham dipasar modal. Saham yang *liquid* akan lebih mudah ditransaksikan, baik dijual maupun dibeli.

**KESIMPULAN**

Merujuk pada hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan, maka kemudian dapat disimpulkan bahwa: Hipotesis yang menyatakan terdapat perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan antara sebelum dan sesudah *ex dividen date* pada perusahaan secara menyeluruh terdukung. Hipotesis yang menyatakan terdapat perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan antara sebelum dan sesudah *ex dividen date* pada perusahaan *big caps* terdukung. Hipotesis yang menyatakan terdapat perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan antara sebelum dan sesudah *ex dividen date* pada perusahaan *medium caps* terdukung. Hipotesis yang menyatakan terdapat perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan antara sebelum dan sesudah *ex dividen date* pada perusahaan *small caps* terdukung. Penelitian ini menyimpulkan pasar modal di Indonesia belum efisien dalam bentuk kuat. Artinya harga saham di pasar modal Indonesia belum sepenuhnya merefleksikan informasi yang tersedia. Sehingga, para pelaku pasar modal masih bisa mendapatkan abnormal return dari suatu event. Penelitian ini menemukan saham perusahaan kecil akan menghasilkan return yang lebih besar dibandingkan saham perusahaan besar,

sehingga hasil penelitian ini mendukung penelitian Banz (1981), Reinganum (1981), dan Barbee (1996). Pengumuman dividen memberikan informasi positif kepada pelaku pasar modal Indonesia dan direspon dengan melakukan pembelian sehingga harga saham mengalami kenaikan. Kemudian, Ex dividend date merupakan informasi negatif sehingga harga saham mengalami penurunan dikarenakan aksi penjualan oleh pelaku pasar modal.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Al Yahyae, K., 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. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2008.00078.x>
- Anderson, H. D., Rose, L. C., & Cahan, S. F. (2004). Odd-lot costs and taxation influences on stock dividend ex-dates. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(9-10), 1419-1448. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00579.x>
- Ang, J. S., Fatemi, A., & Tourani-Rad, A. (1997). Capital structure and dividend policies of Indonesian firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 5(1), 87-103. [https://doi.org/10.1016/s0927-538x\(96\)00025-x](https://doi.org/10.1016/s0927-538x(96)00025-x)
- Athanassakos, G., & Smith, B. F. (1996). Odd-lot costs, taxes and the ex-date price effects of stock dividends: Evidence from the Toronto stock exchange. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(7), 989-1003. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1996.tb01036.x>
- Balachandran, B., Faff, R., & Tanner, S. (2005). a Further Examination of the Price and Volatility Impact of Stock Dividends At Ex-Dates\*. *Australian Economic Papers*, 44(3), 248-268. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8454.2005.00263.x>
- Bandara, D. B. P. ., & Samarakoon, L. P. (2002). Dividend Announcements, Firms Size and Dividend Growth in the Sri Lankan Stock Market.
- Banz, R. W. (1981). The Relationship Between Return And Market Value Of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, North-Holland Publishing Company, 9.
- Barbee, W. C., Mukherji, S., & Raines, G. A. (1996). Do sales-price and debt-equity explain stock returns better than book-market and firm size? *Financial Analysts Journal*, 52(2), 56-60. <https://doi.org/10.2469/faj.v52.n2.1980>
- Beaver, W. (2002). Perspectives on Recent Capital Market Research. *The Accounting Review*, 77(2), 453-474.
- Campbell, J. A., & Beranek, W. (1955). Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates. *American Finance Association*, Vol. 10, N(1), 425-429. <https://doi.org/10.1111/jofi.13000>
- Dhatt, M. S., Kim, Y. H., & Mukherji, S. (1995). Japanese stock price reactions to stock dividend distributions. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(1), 138. [https://doi.org/10.1016/0927-538x\(95\)99078-g](https://doi.org/10.1016/0927-538x(95)99078-g)
- Duy, N. T., & Huu Phuoc, N. P. (2016). The Relationship between Firm Sizes and Stock Returns of Service Sector in Ho Chi Minh City Stock Exchange. *Review of European Studies*, 8(4), 210. <https://doi.org/10.5539/res.v8n4p210>
- Eades, K. M., Hess, P. J., & Kim, E. H. (1984). On interpreting security returns during the ex-dividend period. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 3-34. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90030-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90030-8)
- Fakhruddin, Hendy M. 2008. *Istilah Pasar Modal A-Z*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo
- Faisol, A., Nidar, S. R., Herwany, A., Faculty, B., Padjadjaran, U., Faculty, B., & Lampung, U. (2022). IS THERE A MARKET ANOMALY DURING COVID-19 IN INDONESIA , AND HOW WILL THE SHARIA STOCK INDEX REACT TO IT ? 34(2), 121-125.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Market Hypothesis: A Review of Theory and Empirical Work. In *The Journal of Finance* (Vol. 25, Issue 2, pp. 383-417).
- Garcia-Blandon, J., & Martinez-Blasco, M. (2012). The Ex-Dividend Day Anomaly in the Spanish Stock Market. *Journal of CENTRUM Cathedra: The Business and Economics Research Journal*, 5(1), 102-114. <https://doi.org/10.7835/jcc-berj-2012-0070>

- Gupta, S. (2012). Stock Price Reaction to Dividend Changes. *International Journal of Financial Management*, 2(2), 61.
- Hasnawati, S. (2020). Size, return and public company's performance: A study small and large companies on IDX during 3 economic-periods. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(2), 1–8.
- Hendrawaty, E. (2015). Pengujian Efisiensi Pasar Modal Atas Peristiwa Pengumuman Stock Split Periode Tahun 2005-2006 Di Bursa Efek Indonesia. *Journal Business and Management*, Vol. 3, No, 129–257.
- Ikram, S., & Khan, P. A. Q. (2010). Testing Semi-Strong Form of Efficient Market Hypothesis in Relation to the Impact of Foreign Institutional Investors' ( FII ' s ) Investments on Indian Capital Market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 1(4), 373–379.
- Jogiyanto, H. (2011). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Sembilan)*. BPFE. Yogyakarta.
- Kadioglu, E., & Kirbas, A. (2018). Stock Dividend Ex-Day Abnormal Return: Evidence From Turkish Stock Market. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952., 10–27.
- Marisetty, N., & M, S. B. (2021). Stocks Abnormal Returns and Rate of Dividend Announcements. *SSRN Electronic Journal*, August. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3892112>
- Ngoc, D. B., & Cuong, N. C. (2016). Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on Stock Return. *International Journal of Economics and Finance*, 8(7), 207. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n7p207>
- Papaioannou, G. J., Travlos, N. G., & Tsangarakis, N. V. (2000). Valuation effects of greek stock dividend distributions. *European Financial Management*, 6(4), 515–531. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00137>
- Reinganum, M. R. (1981). Abnormal Returns in Small Firm Portfolios. *Financial Analysts Journal*, 37(2), 52–56. <https://doi.org/10.2469/faj.v37.n2.52>
- Siaputra, L., & Atmadja, A. S. (2006). Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum Dan Sesudah Ex-Dividend Date Di Bursa Efek Jakarta (Bej). *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik*, 1(2), 73. <https://doi.org/10.25105/jipak.v1i2.4417>
- Suad, H. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Keempat*. BPFE.
- Suparno. (2013). Dividend Policy Analysis to Manufacturing Company Stock Price Changes Before and After Ex-Dividend Date in Indonesia Stock Exchange ( BEI ) Period 2008-2012. *International Journal of Science and Research*, 2(6), 455–461.
- Switzer, L. N. (2010). The behaviour of small cap vs. large cap stocks in recessions and recoveries: Empirical evidence for the United States and Canada. *North American Journal of Economics and Finance*, 21(3), 332–346. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2010.10.002>
- Vanden, J. M. (2015). Noisy information and the size effect in stock returns. *Annals of Finance*, 11(1), 77–107. <https://doi.org/10.1007/s10436-014-0250-0>
- Woolridge, J. R. (1983). Ex-Date Stock Price Adjustment to Stock Dividends: A Note. *The Journal of Finance*, 38(1), 247–255. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03640.x>