

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Review Hasil-hasil Penelitian terlebih dahulu

Penelitian Anwar et al., (2015 : 9) Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa pengumuman dividen tunai di india memiliki kandungan informasi. Penelitian yang dilakukan selama tahun 2003-2013 pada 500 perusahaan di bidang selain keuangan yang tercatat di Bombay Stock Exchange (BSE). Menunjukkan hasil yang positif pada *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. Event window yang digunakan dalam penelitian ini adalah 31 hari, terbagi 15 hari sebelum pengumuman, 1 hari sebagai event date dan 15 hari setelah pengumuman dividen.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Zebua (2018 : 11) Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa pengumuman dividen berpengaruh secara positif terhadap *return* saham, maka dari itu perusahaan harus memperhatikan waktu yang tepat dalam mengumumkan dividen ke publik karena dapat mempengaruhi keputusan para investor. Penelitian ini mengambil 148 populasi perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Dan dalam menganalisis data peneliti menggunakan program SPSS.

Penelitian lain dilakukan oleh Maramis (2018 : 8) Menghasilkan kesimpulan tidak adanya perbedaan pada *abnormal return* yang signifikan tetapi terdapat perbedaan yang signifikan pada *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman dividen pada tahun 2016. Sedangkan pada tahun 2017 terdapat perbedaan yang signifikan pada TVA. Peneliti menganalisis data menggunakan uji beda berpasangan atau *paired sample test*.

Penelitian juga dilakukan dari Priana & Rm (2017 : 24) Penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa volume perdagangan saham berpengaruh negatif pada volatilitas harga saham. Dan dapat disimpulkan bahwa volume perdagangan saham berpengaruh negatif pada volatilitas harga saham. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor, salah satunya adalah penurunan minat investor dalam transaksi perdagangan. Penelitian ini menggunakan uji t dengan tingkat signifikan 5%.

Penelitian dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Pramana & Abundanti, (2017 : 29) Hasil pengujian menunjukkan *abnormal return* yang tidak signifikan pada tingkat 10%, 5%, dan 1% menunjukkan bahwa informasi pengumuman dividen tidak memiliki informasi yang penting bagi para investor. Reaksi pada pasar juga tidak menunjukkan hasil yang positif terhadap pengumuman dividen di bursa efek Indonesia pada periode 2015. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* pada periode 2015 di bursa efek Indonesia.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Ngoc & Cuong (2016 : 8) Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan di Vietnam. Dan pengumuman dividen memiliki dampak positif terhadap *return* harga saham. Harga saham juga meningkat saat mendekati *ex-dividen date* namun selanjutnya akan menurun. Penelitian mengenai reaksi harga saham ini menggunakan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* pada tanggal pengumuman saham dan saat *ex-dividend date*. Penelitian dilakukan dengan mengamati 432 perusahaan di Vietnam dalam periode 2008 sampai dengan 2015.

Penelitian lain dilakukan oleh Alex & Latheef (2017 : 9) Mencapai pada kesimpulan bahwa efisiensi pasar di India termasuk dalam pasar efisien semi-kuat, dan jika *mean cumulative abnormal return* mendekati nol baru bisa disebut dengan pasar yang efisien. Dalam studi ini peneliti bertujuan untuk menilai efisiensi pasar di India mengenai informasi akuntansi, pengumuman dividen dan dampak *ex-dividen date* pada *return* saham dengan studi empiris pasar di India.

Dalam ketiga variabel yang telah diteliti tersebut (informasi akuntansi, pengumuman dividen, dan *ex-dividend date*) dapat dinyatakan bahwa variabel tersebut memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham suatu perusahaan. dan menyarankan para investor untuk memperhatikan isi dari informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen. Dan untuk informasi lebih lanjut, manajer dapat menggunakan pengumuman dividen untuk mempengaruhi *return* saham karena isi dari informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen ini akan dijadikan pertimbangan oleh para investor.

Penelitian juga dilakukan oleh Utami (2017 : 16) yang merupakan pengujian Analisa *trading volume activity* dan *abnormal return* terhadap pemecahan saham (*stock split*). Penelitian ini menggunakan uji Wilcoxon yang menunjukkan hasil adanya perbedaan yang signifikan terhadap *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman stock split. Yang dikarenakan suatu pengumuman yang masuk ke bursa efek akan mempengaruhi pasar untuk bereaksi.

Hasil yang berbeda ditunjukkan pada *trading volume activity* yang mana tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah *stock split*. Dikarenakan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi yang sama. Kondisi seperti ini dapat terjadi jika penyebaran informasi tidak merata sehingga ada Sebagian pelaku yang menerima informasi tepat waktu, dan Sebagian lagi menerima informasi dengan lambat.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat pertemuan antara penawaran dan permintaan surat berharga. Di tempat inilah para pelaku pasar yaitu individu-individu atau badan usaha yang mempunyai kelebihan dana (*surplus funds*) melakukan investasi dalam surat berharga yang ditawarkan emiten.

Pengertian pasar modal dalam arti sempit menurut Sunariyah : “Pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa perantara pedagang efek”. Berdasarkan pengertian pasar modal diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa pasar modal juga merupakan salah satu cara bagi perusahaan dalam mencari sumber pendanaan untuk perusahaannya dengan cara menjual hak kepemilikan perusahaan kepada masyarakat sehingga kegiatan operasional maupun rencana bisnisnya dalam perusahaan dapat berjalan.

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan pasar modal sebagai “Kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan Perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”.

Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (*investor*). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, dan kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrument.

Di tempat inilah para pelaku pasar yaitu individu-individu atau badan usaha yang mempunyai kelebihan dana (*surplus funds*) melakukan investasi dalam surat berharga yang ditawarkan emiten. Dan sebaliknya ditempat itu pula perusahaan yang membutuhkan dana menawarkan surat berharga dengan cara listing terlebih dahulu pada badan otoritas di pasar modal sebagai emiten.

A. Jenis Pasar Modal

Pasar modal dibedakan menjadi 2 yaitu pasar perdana dan pasar sekunder :

1.) Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana adalah penawaran saham pertama kali dari emiten kepada para pemodal selama waktu yang ditetapkan oleh pihak penerbit (*issuer*) sebelum saham tersebut belum diperdagangkan di pasar sekunder. Biasanya dalam jangka waktu sekurang-kurangnya 6 hari kerja. Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh penjamin emisi dan perusahaan yang *go public* berdasarkan analisis fundamental perusahaan yang bersangkutan.

Dalam pasar perdana, perusahaan akan memperoleh dana yang diperlukan. Perusahaan dapat menggunakan dana hasil emisi untuk mengembangkan dan memperluas barang modal untuk memproduksi barang dan jasa. Selain itu dapat juga digunakan untuk melunasi hutang dan memperbaiki struktur pemodalannya. Harga saham pasar perdana tetap, pihak yang berwenang adalah penjamin emisi dan pialang, tidak dikenakan komisi dengan pemesanan yang dilakukan melalui agen penjualan.

2.) Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder adalah tempat terjadinya transaksi jual-beli saham diantara investor setelah melewati masa penawaran saham di pasar perdana, dalam waktu selambat lambatnya 90 hari setelah ijin emisi diberikan maka efek tersebut harus dicatatkan di bursa. Dengan adanya pasar sekunder para investor dapat membeli dan menjual efek setiap saat. Sedangkan manfaat bagi perusahaan, pasar sekunder berguna sebagai tempat untuk menghimpun investor lembaga dan perseorangan.

Harga saham pasar sekunder bervolatilitas sesuai dengan ekspektasi pasar pihak yang berwenang adalah pialang, adanya beban komisi untuk penjualan dan pembelian, pemesanannya dilakukan melalui anggota bursa, jangka waktunya tidak terbatas. Tempat terjadinya pasar sekunder ada di dua tempat, yaitu :

1.) Bursa regular

Bursa regular adalah bursa efek resmi seperti Bursa Efek Jakarta (BEJ), dan Bursa Efek Surabaya (BES).

2.) Bursa Paralel

Bursa parallel atau over the counter adalah suatu sistem perdagangan efek yang terorganisir di luar bursa efek resmi.

B. Produk Pasar Modal

Dalam pasar modal terdapat banyak komoditas yang bisa diperdagangkan atau biasa disebut sebagai Surat Berharga. Yang termasuk dalam surat berharga adalah saham, obligasi, klaim, waran, option, dan lain-lain. Dengan digunakannya sistem pelaporan elektronik (*e-report SRO*), dilingkungan pasar modal Indonesia, hal tersebut dapat meningkatkan efisiensi, akurasi, dan ketepatan waktu pelaporan SRO (*Self Regulatory Organization*). Dan perusahaan dapat mewujudkan tata Kelola sesuai dengan standar internasional terbaik menyangkut prinsip transparansi, kewajaran dan akuntabilitas.

1. Saham Biasa (*common stock*), yang paling dikenal di masyarakat. Secara sederhana saham dapat didefinisikan sebagai penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Klasifikasi dari saham biasa diantaranya :
 - a) *Blue Chips* merupakan klasifikasi dari saham yang penerbitannya memiliki reputasi yang baik. Emiten mampu menghasilkan pendapatan yang tinggi dan konsisten membayar dividen yang tinggi. Disini emiten sudah dalam keadaan stabil.
 - b) *Income Stock* merupakan income yang diperoleh dari dividen yang lebih tinggi dari dividen rata-rata yang dibayarkan tahun sebelumnya. Emiten seperti ini lebih suka membayarkan dividen dari pada diendapkan dalam bentuk P/E ratio, *return earning*.
 - c) *Growth Stock (well known)* hal ini terjadi apabila Emiten merupakan pemimpin di dalam industrinya. Dalam beberapa tahun perusahaan mampu mendapatkan hasil di atas rata-rata. Biasanya P/E rasionya tinggi, Emiten biasanya mempunyai reputasi yang tinggi dan gaya publisitasnya glamour dalam memperbaiki peningkatan dan penurunan harga sahamnya.
 - d) *Growth Stock (lesser known)* Emiten saham ini umumnya tidak merupakan pemimpin dalam industrinya namun, saham ini tetap mempunyai ciri-ciri seperti growth stock well known, yaitu mampu mendapatkan hasil yang lebih tinggi dari penghasilan rata-rata tahun terakhir. Saham ini juga kurang populer di kalangan para investor, meskipun menjanjikan ROR yang tinggi.

Perusahaan seperti ini, meskipun secara nasional tidak menjadi pemimpin industri, memiliki kedudukan yang cukup kuat di daerahnya.

2. Saham Spekulasi (*speculative stock*), merupakan saham yang emitennya tidak dapat menghasilkan deviden atau penghasilan yang konsisten dari tahun ke tahun. Tetapi memiliki potensi untuk mendapat penghasilan yang baik di masa mendatang.
3. Saham Bersiklus (*cyclical stocks*), perkembangan saham jenis ini sesuai dengan perkembangan dan pergerakan kondisi ekonomi makro dan kondisi bisnis secara umum.
4. Obligasi (*bonds*) dan Surat Hutang (*Notes*), Obligasi merupakan kewajiban jangka panjang lebih dari 1 tahun digunakan untuk tujuan meningkatkan pendapatan pemegang saham.
5. *Future Contracts*, biasanya dilaksanakan beberapa speculator individu dan perusahaan kecil yang tidak mampu untuk melaksanakan forward contract karena tidak adanya hubungan kerja dengan baik.
6. Surat Utang Negara (SUN), pada awalnya diterbitkan untuk menyelamatkan sistem perbankan sehubungan dengan krisis ekonomi yang melanda Indonesia sejak pertengahan tahun 1997.
 - 1.) SUN yang diterbitkan untuk Bank Indonesia yang terdiri dari :
 - a. Untuk menutupi dana talangan tersebut dengan Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI) diterbitkan dari September 1998-1999.
 - b. Untuk membiayai program penjaminan, diterbitkan Mei 1999.
 - c. Dalam rangka membiayai kredit program, diterbitkan 29 Desember 1999.
 - 2.) SUN yang diterbitkan untuk kepentingan Bank.

2.2.2 Pergerakan harga saham (*volatilitas*)

Volatilitas atau pergerakan dan penurunan harga saham merupakan sebuah fenomena yang terjadi setiap harinya di berbagai tempat yang menggunakan informasi mengenai aktivitas pasar modal seperti di pusat referensi pasar modal – Bursa Efek Indonesia dan berbagai jejaring *online* yang meluncurkan aktivitas pergerakan harga saham dan pergerakan instrument pasar modal lainnya. Namun, kita perlu memahami faktor-faktor apa saja sebenarnya yang terkandung dalam informasi volatilitas tersebut.

Lingkungan makro yang mempengaruhi volatilitas harga saham dan index harga saham antara lain :

1. Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penjualan seperti pengiklanan, rencana kontrak, produk baru, perubahan harga, laporan produksi, laporan keamanan produk dan laporan penjualan.
2. Pengumuman pendanaan (*financing statement*) seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan hutang, sekuritas yang hybrid, leasing, kesepakatan kredit, pemecahan saham, pembelian saham, joint venture dan lainnya.
3. Pengumuman badan direksi manajemen (*management-board director announcement*), seperti perubahan dan penggantian direktur, manajemen, dan struktur organisasi.
4. Pengumuman penggabungan pengambil alihan diversifikasi, seperti laporan merger, investasi ekuitas, laporan take over oleh pengakuisisi, laporan diinvestasi dan lainnya.
5. Pengumuman investasi (*investment announcement*) seperti melakukan ekspansi pabrik, pengembangan riset dan pengembangan, penutupan usaha dan lainnya.
6. Pengumuman ketenagakerjaan (*labour announcements*) seperti negosiasi baru, baru, kontrak baru, pemogokan dan lainnya.
7. Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba-laba sebelum akhir tahun fiskal, *earning per share (EPS)* dan *dividend per share (DPS)*, *price earning ratio (PER)*, *book ratio*, *net profit margin*, *return on asset (ROA)*, *return on equity (ROE)* dan lain-lain.

Lingkungan ekonomi makro yang mempengaruhi volatilitas harga saham dari indeks saham antara lain :

1. Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, serta inflasi.
2. Pengumuman hukum (*legal announcements*), seperti tuntutan perusahaan terhadap manajernya.

3. Pengumuman industri sekuritas (*securities announcements*), seperti laporan pertemuan tahunan, insider trading, volume / harga saham perdagangan pembatasan / penundaan trading.
4. Gejolak sosial politik dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya volatilitas harga saham di bursa efek suatu negara.
5. Berbagai issue baik dari dalam dan luar negeri, seperti isu lingkungan hidup, hak azasi manusia, dan kerusuhan massal yang berpengaruh terhadap perilaku konsumen.

2.2.3 Dividen

Secara definitif dividen adalah sebuah pembayaran yang dilakukan perusahaan kepada pemegang saham yang berasal dari pendapatan atau earning dalam bentuk kas atau saham. Secara umum, apapun bentuk pembayaran kepada para pemegang saham perusahaan dapat dikatakan sebagai dividen atau bagian dari kebijakan dividen perusahaan.

Secara sederhana dividen adalah pembagian pendapatan kepada pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki. Dividen dibagikan kepada para pemegang saham yang akan menerima dividen sebagai keuntungan dari laba perusahaan. (Pramana dan Abundanti, 2017). Jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham merupakan selisih antara laba perusahaan dikurangi saldo laba.

A. Jenis dividen

Perusahaan biasanya mendasarkan pembagian dividen pada akumulasi laba yaitu saldo item atau item ekuitas lainnya seperti premi saham. Walaupun biasanya perusahaan membagikan dividen bentuk tunai, perusahaan terkadang membayarkan dividen dalam bentuk saham ataupun bentuk asset lainnya. Semua dividen kecuali dividen saham akan mengurangi total ekuitas perusahaan. Ketika mengumumkan dividen saham, perusahaan tidak membayarkan asset ataupun menimbulkan liabilitas. Perusahaan hanya menerbitkan saham tambahan untuk para pemegang saham (Kieso, 2018). Jenis dividen yaitu sebagai berikut :

1. Dividen tunai

Dewan direksi memberikan suara pada saat pengumuman dividen tunai (*cash dividend*) setelah keputusan disetujui maka dewan direksi akan mengumumkan dividen kepada para pemegang saham perusahaan.

2. Dividen Properti

Dividen yang dibayarkan dalam bentuk asset perusahaan kas disebut dividen properti (*property dividends*) atau dividen dalam bentuk barang. Dividen properti dapat berupa barang dagang, real estate, atau investasi, atau bentuk apapun yang ditetapkan dewan direksi.

3. Dividen likuidasi

Dividen yang berdasarkan selain dari saldo laba rekadang digambarkan sebagai dividen likuidasi (*liquidating dividends*) yang berarti bahwa dividen tersebut merupakan pengembalian investasi pemegang saham dan bukan merupakan keuntungan.

4. Dividen saham

Dividend saham (*share dividend*) adalah penerbitan sahamnya sendiri oleh perusahaan kepada pemegang saham secara protarta, tanpa mendapatkan pertimbangan apapun. Dalam hal ini perusahaan tidak menerbitkan asset. Setiap pemegang saham mempertahankan proporsi kepemilikan yang sama dalam perusahaan dan nilai buku yang sama setelah perusahaan mengeluarkan dividen saham.

B. Tanggal-tanggal penting pembagian dividen

Keputusan untuk membagi dividen adalah tergantung pada direktur atau board director perusahaan / korporasi. Ketika pembagian dividen telah diumumkan ke masyarakat, hal ini menjadi utang perusahaan yang tidak dapat dibatalkan dengan mudah. Biasanya setelah diumumkan, dividen akan dibagikan kepada pemegang saham pada hari yang sudah ditentukan. Tanggal-tanggal penting tersebut adalah sebagai berikut :

1. *Declaration date* adalah hari di mana dewan direksi perusahaan mengumumkan pembayaran dividen.
2. Tanggal yang paling penting harus diketahui investor apabila ingin mendapatkan dividen adalah *cum date* karena tanggal ini adalah tanggal terakhir pembelian suatu perusahaan untuk bisa mendapatkan dividen.
3. *Ex-dividend date* adalah dua hari sebelum tanggal pencatatan, dan ditetapkan siapa saja yang mendapatkan pembayaran dividen.
4. *Date of record* adalah tanggal pencatatan di mana seluruh pemegang saham harus tercatat untuk menentukan daftar penerima dividen.
5. *Date of payment* adalah tanggal di mana cek telah dikirimkan kepada pemegang saham.

C. Teori Kebijakan Dividen

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya dimasa yang akan datang.

1. Dividen adalah tidak relevan (*irrelevant theory*)

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa dalam kondisi dimana keputusan investasi yang diberikan, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh earning power. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara itu keputusan mengenai bentuk pemberian laba tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara sistematis sebagai berikut :

- a. Pasar modal yang sempurna dimana semua investor bersikap rasional.
- b. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
- c. Tidak ada biaya emisi atau flotation cost dan biaya transaksi.
- d. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.
- e. Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.

Hal yang penting dari pendapat MM adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana lain. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran-pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerimanya dalam bentuk capital gain. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini maupun dimasa yang akan datang. Pemegang saham merasa *indifferent* atas kebijakan dividen.

2. *Bird-In-The Hand Theory*

Berbeda dengan pendapat Modigliani-Miller bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor (K_e), Myron Gordon dan John Lintner justru berpendapat bahwa K_e akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor merasa lebih aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*.

Gordner Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung diudara. Sementara MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama atau sejenis dengan memiliki risiko yang sama, oleh sebab itu tingkat risiko pendapatan mereka di masa datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen, tetapi ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru.

Kemungkinan capital gains yang diharapkan adalah lebih besar risikonya disbanding dengan *dividend yield* yang pasti. Sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi semakin tinggi jika K_e dipergunakan untuk mensubstitusikan dividen. Sekali lagi Gordon berpendapat bahwa investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividend yield*.

3. *Tax Differential Theory*

Teori ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang menahan sebagian besar labanya karena pendapatan dividen dikenai pajak yang lebih tinggi dibanding *capital gain* dan ini dapat mengakibatkan negatif wealth bagi pemegang saham. Teori ini dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy, terdapat tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa terdapat pernyataan bahwa para investor mungkin lebih menyukai dividen yang rendah di bandingkan dengan pembayaran yang tinggi :

- 1.) Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenakan pajak dengan tarif yang dapat mencapai angka maksimal 38,6 persen. Oleh sebab itu, investor yang memiliki saham yang lebih banyak dan menerima Sebagian besar dividen mungkin lebih menyukai perusahaan menahan dan menanamkan kembali labanya ke dalam bisnis. Pertumbuhan laba mungkin akan mengarah pada kenaikan harga saham, dan akibatnya keuntungan modal yang pajak rendahnya akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.
- 2.) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai saham tersebut dijual. Karena adanya pengaruh nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan di masa depan akan memiliki biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan sekarang.
- 3.) Jika sebuah saham yang dimiliki oleh seseorang sampai ia menunggak dunia, keuntungan modal saham tersebut tidak akan dikenakan pajak sama sekali . Para ahli waris yang menerimanya dapat menggunakan nilai saham pada saat kematian sebagai dasar perolehan mereka sehingga sepenuhnya terhindar dari pajak keuntungan modal. Karena keunggulan-keunggulan di bidang perpajakan ini, para investor mungkin lebih menyukai perusahaan menahan Sebagian besar laba mereka. Jika demikian, investor akan bersedia untuk membayar lebih bagi perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih rendah daripada perusahaan serupa dengan pembayaran yang tinggi.

4. *Information Content Hypothesis*

Apabila diperhatikan kembali, MM berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan dengan mengasumsikan baik investor ataupun manajer memiliki informasi yang sama atas berbagai kesempatan informasi. Dalam kenyataannya, manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor atau pemegang saham, akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen dalam bentuk kas.

Dalam kenyataan yang sering terjadi bahwa pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham sedangkan penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham. Yang menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gain*. Namun MM berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen disbanding dengan saldo laba. Kenyataannya bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman dividen.

5. *Clientile Effect*

Seperti yang diketahui, terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan. Ada investor yang lebih menyukai pendapatan saat ini dalam bentuk dividen seperti halnya individu yang sudah pension sehingga investor ini menghendaki perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi. Tetapi ada pula investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, karena kelompok investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi,

Dengan adanya dua kelompok investor tersebut, perusahaan dapat menentukan kebijakan dividen yang oleh manajemen dianggap paling baik. Kemudian membiarkan para investor untuk menentukan pilihan untuk menjual saham nya atau tidak. Namun transaksi ini berjalan secara tidak efisien karena adanya biaya transaksi dan pembayaran *capital gain* sebagai akibat penjualan saham.

6. Dividend sebagai isyarat (*dividend signaling theory*)

Berdasarkan pada asumsi bahwa diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sesungguhnya kepada investor yang miskin akan informasi tentang kondisi perusahaan yang sesungguhnya.

Pengumuman dividen merupakan alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan dimasa kini dan di masa yang akan datang adalah cara yang tepat meskipun mahal tetapi sangatlah berarti. Setelah menerima isyarat melalui pengumuman perubahan dividen yang akan dibayarkan sehingga bisa dikatakan pasar menangkap informasi tentang prospek perusahaan yang terkandung dalam pengumuman tersebut.

D. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor ini merupakan hal yang biasanya harus dianalisis perusahaan Ketika membuat keputusan kebijakan dividen yang terdiri dari :

a. Aturan-aturan hukum

Hukum badan perusahaan memutuskan legalitas distribusi apapun kepada para pemegang saham biasa perusahaan. Berbagai aturan hukum yang dibahas dalam membuat batasan hukum.

b. Kebutuhan Pendanaan Perusahaan

Intinya adalah menentukan arus kas dan posisi kas perusahaan yang akan terjadi di tengah ketiadaan perubahan kebijakan dividen. Perusahaan mungkin ingin menentukan apakah ada yang tersisa setelah memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan, termasuk pendanaan untuk berbagai proyek investasi yang dapat diterima. Kemungkinan kemampuan perusahaan untuk memperhatikan dividen harus dianalisis dalam kaitannya dengan distribusi probabilitas kemungkinan arus kas masa depan dan juga saldo kas.

c. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak keputusan dividen karena dividen menunjukkan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan keseluruhan likuiditas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Oleh karena pihak manajemen ingin mempertahankan likuiditas untuk menghindari risiko / ketidakpastian maka manajemen tidak membayar dividen dalam jumlah besar.

d. Kemampuan untuk meminjam

Apabila perusahaan memiliki kemampuan untuk meminjam dalam jangka waktu yang relatif singkat maka dapat dikatakan perusahaan tersebut fleksibel secara keuangan. Kemampuan meminjam ini dapat dalam bentuk batas kredit bergulir dari bank atau lembaga keuangan. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam maka semakin besar pula fleksibilitas untuk meminjam sehingga perusahaan tidak perlu khawatir dengan pengaruh pembayaran dividen kas terhadap likuiditas nya.

e. Batasan-batasan dalam kontrak utang

Syarat perjanjian utang adalah pelindung kesepakatan dalam obligasi atau perjanjian pinjaman meliputi batasan untuk pembayaran dividen. Biasanya syarat perjanjian utang dinyatakan sebagai persentase maksimum saldo laba kumulatif dalam perusahaan, larangan ini otomatis mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan.

f. Pengendalian

Apabila perusahaan dalam kondisi akan diakuisisi pembayaran dividen yang rendah akan menguntungkan pihak luar yang sedang mencoba mendapatkan kendali. Perusahaan yang terancam akan diakuisisi akan membayar dividen dalam jumlah yang besar untuk menyenangkan pemegang saham.

2.2.4 Pasar Efisien

A. Pengertian Pasar Efisien

Menurut Hartono (2017), efisiensi pasar adalah kondisi dimana pasar dapat bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, efisiensi pasar yang seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*).

Efisien dalam konteks investasi dapat diartikan dari pernyataan “no one can beat the market” (tidak ada seorang investor yang dapat ambil untung dari pasar). Artinya, jika pasar efisien dan semua informasi dapat diakses secara mudah dan murah oleh semua pelaku pasar, maka harga yang terbentuk adalah harga keseimbangan sehingga tidak seorang pun dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) dengan memanfaatkan informasi.

Dalam mempelajari konteks pasar efisien maka perhatian kita akan menuju sejauh mana dan seberapa cepat informasi tersebut dapat mempengaruhi pasar yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas. Dalam hal ini Haugen (2001) membagi kelompok informasi menjadi tiga, yaitu : (1) informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*), (2) semua informasi publik (*all publik information*), (3) semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam.

Jones menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham (sekuritas) dapat mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam yaitu informasi masa lalu dan informasi saat ini. Untuk informasi yang masih membutuhkan dugaan adalah jika banyak investor percaya bahwa suku bunga akan segera turun, harga-harga akan mencerminkan kepercayaan ini sebelum penurunan sebenarnya terjadi.

Efisiensi pasar modal menunjukkan secara tidak langsung bahwa seluruh informasi relevan yang tersedia tentang suatu saham langsung tercermin dalam harganya. Suatu pasar yang efisien adalah pasar dimana harga surat berharga saat ini memberikan estimasi terbaik tentang nilai yang sebenarnya.

B. Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Efisiensi pasar modal dapat dibagi atas 3 bentuk :

1. Weak Form Efficiency, efisiensi bentuk lemah. Disini terdapat *abnormal return* yang melakukan perdagangan atas dasar perubahan transaksi yang lalu dan merupakan analisis teknik. Harga saham yang diasumsikan telah mencerminkan semua informasi tentang rangkaian harga diwaktu yang lalu. Bentuk ini berkaitan dengan *Random Walk Theory* yang ditemukan oleh Louis Bachelier yang mengatakan bahwa fluktuasi harga saham dari hari ke hari akan bergerak secara random. Sedangkan para teknisi melihat adanya pola dalam grafik tersebut. Banyak analis yang beranggapan bahwa harga dari saham tersebut ditentukan oleh nilai saham tersebut.
2. Semi Strong Form Efficiency, merupakan efisiensi bentuk setengah kuat. Disini tidak terdapat abnormal return dengan menggunakan informasi umum, seperti stock split, pembagian deviden, dan isu-isu baru. Semua informasi yang dipublikasikan diasumsikan telah terefleksi pada harga-harga saham. Bentuk hipotesis semi kuat tersebut relevan bagi akuntansi karena informasi yang tersedia secara publik meliputi laporan keuangan. Pengujian hipotesis semi kuat memperhatikan kecepatan harga menyesuaikan terhadap suatu peristiwa spesifik.
3. Strong Form Efficiency, merupakan efisiensi bentuk kuat. Biasanya terjadi pada mutual fund, reksa dana, dan sebagainya. Hipotesis ini beranggapan bahwa efisiensi pasar adalah sesuatu yang ekstrem, sebab diasumsikan bahwa semua informasi yang tercermin dalam harga saham meliputi informasi yang sifatnya pribadi maupun yang dipublikasikan. Hipotesis ini beranggapan bahwa tidak seorangpun investor yang mempunyaikemampuan lebih dari yang lain. Sebab sulit untuk menggunakan berita dengan tepat dan melakukan penaksiran terhadap nilai perusahaan.

C. Pengujian Efisiensi Pasar

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan beraksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

2.2.5 Dampak Ex-Dividend Date

Pada saat *ex dividend date* para investor akan berpikir bahwa pembagian dividen akan memberikan dampak pada harga saham. Pemikiran ini disebabkan karena investor yang telah kehilangan hak atas *return* dari dividen dan melihat prospek kedepan perusahaan yang membagi dividen. Dan pada saat pengumuman dividen terdapat risiko yang membayangi salah satunya adalah jebakan dividen dimana harga saham akan jatuh pada saat *ex-dividend date* (Yonatan. C. B *et al.* 2017).

2.2.7 Return Tidak Normal (*Abnormal return*)

Return saham dapat berupa *return* realisasian (*realized return*) dan *return* ekspektasian (*expected return*) yang belum terjadi. *Return* realisasian (*realized return*) merupakan *return* yang sudah terjadi. Sedangkan *return* ekspektasian (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. *Return* realisasian (*realized return*) dihitung dengan data historis. *Return* realisasian ini penting karena karena banyak digunakan sebagai data analisis portofolio. *Return* realisasian terdiri atas :

a. *Capital gain* atau *Capital loss*

Capital gain atau *Capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode lalu.

b. *Yield*

Yield merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya.

Return ekspektasian (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan. *Return* ekspektasian ini penting dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasian digunakan untuk pengambilan keputusan investasi.

Abnormal return atau *return* tidak normal adalah selisih antara *return* atau tingkat keuntungan yang sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Pasar akan dikatakan efisien apabila tidak ada satu pun pelaku pasar yang menikmati *abnormal return* dalam kurun waktu yang cukup panjang.

Abnormal return biasanya terjadi disekitar pengumuman sebuah peristiwa, seperti merger, akuisisi, pengumuman dividen, peningkatan suku bunga, dan lainnya. Fenomena ini juga sering terjadi pada saat penutupan pasar (market on close) BEI, yang juga diakibatkan dari peningkatan aktivitas perdagangan yang signifikan. Selain peningkatan aktivitas perdagangan terdapat juga indikasi order imbalance yang memiliki potensi untuk menyebabkan pergerakan harga yang lebih kuat.

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa (*event period*) disebut juga sebagai periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Lamanya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor (misalnya pengumuman laba dan pengumuman dividen), periode jendela dapat pendek, disebabkan oleh investor yang dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor (misalnya merger), investor akan membutuhkan waktu lama untuk bereaksi.

2.2.8 Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading volume activity*)

Volume perdagangan saham adalah tingkat permintaan dan penawaran saham antar investor yang terjadi di bursa pada waktu tertentu atas saham tertentu. Volume perdagangan saham digunakan untuk mengukur apakah para pemodal individu mengetahui informasi yang dikeluarkan perusahaan dan menggunakannya untuk mendapatkan keuntungan di atas normal dalam pembelian atau penjualan saham (Taslim & Wijayanto, 2016).

Trading volume activity menunjukkan seberapa besar transaksi perdagangan yang terealisasi. Ketika terdapat TVA yang signifikan di pengumuman dividen, maka dapat disimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen (Khoirrudin & Faizati, 2014).

Apabila pengumuman dividen mempunyai kandungan informasi yang menguntungkan maka akan berpengaruh terhadap saham yang terlihat dari perubahan volume perdagangan saham. Hal ini disebabkan karena pengumuman dividen merupakan informasi yang baik, sehingga akan menarik para investor untuk melakukan transaksi. TVA merupakan hasil perbandingan antara saham yang ditransaksikan dengan saham perusahaan yang diedarkan pada waktu yang sama (Rachmadani & Kertahadi, 2011).

2.3 Hubungan antar Variabel Penelitian

2.3.1 Analisis *Abnormal Return* sebelum dan sesudah *Ex-dividend Date*

Informasi memiliki peran sangat penting untuk mendukung keputusan investasi. Sesuai konsep efisiensi pasar bahwa bentuk efisiensi pasar ditentukan oleh informasi. Transparansi antara emiten dengan investor dapat membentuk suatu efisiensi pasar dengan mempublikasikan informasi yang berkualitas (Nani *et al*, 2019). Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direspon pasar dan menjadi acuan investor untuk membeli suatu saham perusahaan perdagangan efek (Wahono : 2018).

Jika terdapat reaksi pada harga saham yang diakibatkan oleh suatu pengumuman, maka dapat diartikan bahwa pengumuman tersebut mengandung suatu informasi. Reaksi harga saham dapat diukur menggunakan *abnormal return* saham sebagai nilai perubahan harga. Pengumuman dividen dikatakan mengandung informasi jika memberikan return pasar yang signifikan kepada pasar. Dan sebaliknya jika pengumuman dividen tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan maka berarti pengumuman dividen tidak mengandung informasi (Zebua, 2018).

Berdasarkan *Dividend Signalling Theory*, pengumuman dividen bisa menjadi sinyal positif maupun sinyal negatif untuk para investor. 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 saldo laba. Sehingga posisi modal perusahaan akan turun. Hal ini akan membuat investor berpikiran negatif, sehingga harga saham perusahaan tersebut menurun pada saat *ex dividend date*.

Dari penelitian yang telah dilakukan oleh Zebua (2017 : 11) menunjukkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman dividen yang berarti bahwa pengumuman dividen berpengaruh secara positif terhadap return saham. Namun terdapat hasil yang berbeda dari penelitian yang dilakukan oleh Ngoc & Cuong (2016 : 8) yang menunjukkan hasil *abnormal return* yang tidak signifikan pada saat *ex-dividend date*, yang berarti bahwa pengumuman dividen berpengaruh secara negatif terhadap return saham sehingga tidak terdapat perbedaan yang signifikan saat sebelum dan sesudah *ex dividend date*. Pengumuman dividen juga tidak mengandung informasi yang penting bagi investor. Reaksi pada pasar juga tidak menunjukkan hasil yang positif terhadap pengumuman dividen di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan teori dan penelitian tersebut maka jawaban sementara yang dapat disimpulkan adalah terdapat perbedaan *Abnormal Return* sebelum dan sesudah *ex dividend date*.

2.3.2 Analisis *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah *Ex-dividend*

Date

Volume perdagangan saham adalah salah satu indikator atau alat ukur yang digunakan untuk melihat reaksi pasar terhadap kejadian yang atau informasi yang berkaitan dengan suatu saham. Perubahan volume perdagangan diukur dengan aktivitas volume perdagangan saham yang diukur dengan *Trading Volume Activity (TVA)*. Naiknya volume perdagangan merupakan kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Semakin meningkat volume penawaran dan permintaan suatu saham, semakin besar pengaruhnya terhadap fluktuasi harga saham di bursa, dan jika volume perdagangan saham semakin meningkat maka itu menunjukkan semakin diminatinya saham tersebut oleh masyarakat sehingga akan mempengaruhinaiknya harga atau *return* saham (Agustin, 2016).

Para investor dapat melakukan pengamatan tentang informasi volume perdagangan saham yang terjadi saja atau dapat diakitkan dengan dengan harga saham. Saham dengan volume perdagangan yang tinggi akan menghasilkan *return* saham yang tinggi. Indikator (Thalib, 2017). Risiko yang mungkin muncul pada saat pembagian dividen salah satunya adalah jebakan dividen, jika *dividend yield* suatu saham terlalu tinggi maka akan berpotensi menjadi *dividend trap* dimana harga saham akan jatuh pada saat *ex-dividend date*.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Maramis (2018 : 8), menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada *trading volume activity* di tahun 2016 yang berarti pasar bereaksi pada pengumuman dividen. Sedangkan penelitian dari Priana & RM (2017 : 24), menunjukkan bahwa volume perdagangan saham berpengaruh negatif pada harga saham yang diakibatkan oleh penurunan minat investor dalam melakukan transaksi perdagangan saham.

Berdasarkan teori dan penelitian tersebut maka jawaban sementara yang dapat disimpulkan adalah terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah *ex dividend date*.

2.4 Pengembangan Hipotesis

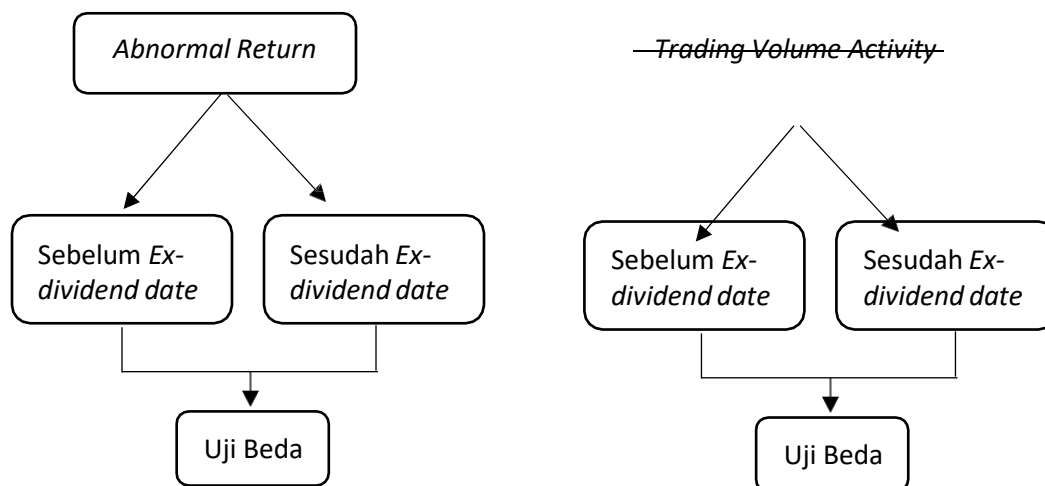
Dari pernyataan diatas setidaknya telah mendapatkan gambaran mengenai perubahan pada *abnormal return* dan *trading volume activity* saat *ex dividend date* yang akan terjadi. Maka dari itu peneliti tertarik untuk mengetahui adanya perubahan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada saat *ex dividend date* pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) periode 2017-2020.

Hipotesis Penelitian :

Hipotesis merupakan sebuah kesimpulan sementara yang masih akan dibuktikan kembali kebenarannya. Maka dapat ditarik formulasi hipotesis yaitu :

- H1 : Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah *ex-dividen date* pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2017-2020.
- H2 : Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah *ex-dividen date* pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2017-2020.

2.4 Kerangka Konseptual Penelitian



Kerangka Konseptual

Berdasarkan diagram tersebut dapat dilihat pengukuran melalui dua indikator yaitu *Abnormal return* dan *Trading volume activity*. Pengukuran tersebut bisa digunakan untuk mengukur reaksi pasar ataupun efisiensi pasar. Pengumuman dividen dapat menyebabkan terjadinya perubahan harga saham yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap volume perdagangan yang diakibatkan karena penilaian negatif investor. Hal ini akan menimbulkan penilaian investor yang berpendapat bahwa semakin besar dividen yang dibagikan pada saat pengumuman dividen atau *ex dividend date* akan menyebabkan saldo laba menurun. Yang selanjutnya akan digunakan perusahaan untuk investasi dan menghasilkan laba yang lebih besar untuk dibagikan kepada investor dimasa yang akan datang (Zebua, 2018).

Jika pembayaran dividen semakin besar maka secara keseluruhan posisi modal akan menurun. Sehingga posisi modal perusahaan akan turun dan hal tersebut akan membuat investor berpikiran negatif yang membuat harga saham perusahaan pada saat *ex-dividend date* akan mengalami penurunan atau biasa disebut dengan *dividend trap*. Menurut penelitian Maramis (2018:11), menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada *trading volume activity* di tahun 2016 namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return*. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Anwar et al., (2015 : 9) yang menunjukkan hasil yang positif terhadap *abnormal return*.