

Jurnal Akuntansi & Bisnis

(Journal of Accounting & Business)

Vol. 3, No. 1, Pebruari 2003

- | | |
|---|--|
| Sumilir | Analisis Pengaruh Kinerja Finansial terhadap Return Saham pada Perusahaan Publik di BEJ 1998 - 2001 |
| Beni Suhendra Winarso | Perilaku Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Stock Split di Bursa Efek Jakarta: Analisis Abnormal Return Menggunakan Beta Koreksi |
| Yacob Suparno | Studi Evaluasi Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Setelah Listing di Bursa Efek Jakarta |
| Indah Widiastuti | Pengaruh Perbedaan Level Hierarkis Auditor dalam Kantor Akuntan Publik terhadap Persepsi tentang Kode Etik Akuntan Indonesia |
| Emilia F. Yusnitasari
Doddy Setiawan | Keahlian dan Independensi Auditor pada Keputusan Going Concern |
| Mugi Harsono | Berbagai Bentuk Akibat Pelecehan Seksual di Tempat Kerja: Sebuah Kajian Awal |
| Sri Sularso | Model Dinamika Kelompok Mengenai Keberhasilan Pengembangan Sistem Informasi |

**JURUSAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET SURAKARTA**

PERILAKU REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP PENGUMUMAN *STOCK SPLIT* DI BURSA EFEK JAKARTA: ANALISIS *ABNORMAL RETURN* MENGGUNAKAN BETA KOREKSI

BENI SUHENDRA WINARSO
Universitas Ahmad Dahlan, Yogyakarta

ABSTRACT

The Stock split is a phenomenon that still becoming puzzle in economics. It's becaused stock split doesn't give economical advantage for the company. But why the emiten corporate carry out the stock split ?

This study is designed to examine the market reaction, as measured by the abnormal return, on the stocks turnover in Stock split announcements. The sample consists of 42 stocks during June 1996 to June 1997.

Examination of the market reaction of stock split , initially doing a correction toward bias beta uses four lags and four leads' Fowler and Rorke Method (1983) and uses Single Indeks Model (William Sharpe, 1963).

The Results of the event study analysis present that the abnormal returns on stocks are statistically positive and significant around the announcement dates. This findings indicate that the stock split announcement was responded by market.

Key word : Market reaction, abnormal return, corrected beta, Stock Split
Availability data : all data can be accessed in Jakarta Stock Exchange

PENDAHULUAN

Informasi merupakan kebutuhan yang mendasar bagi para investor untuk melakukan pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan ini berkaitan dengan pemilihan portfolio investasi yang paling menguntungkan dengan tingkat resiko tertentu. Informasi dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang diambil diharapkan akan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai.

Dalam pasar modal, banyak sekali informasi yang dapat diperoleh investor baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi (privat). Salah satu informasi yang ada adalah pengumuman *stock split*. Informasi ini dapat memiliki makna atau nilai jika keberadaan informasi tersebut menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal, yang akan tercermin dalam perubahan harga saham, volume perdagangan dan indikator lainnya.

Menurut Brigham dan Gapenski (1994), *stock splits* ini merupakan fenomena yang masih menjadi teka-teki di bidang ekonomi. Hal tersebut disebabkan karena sebenarnya *stock split* tidak menambah ekonomis bagi perusahaan atau tidak secara langsung mempengaruhi *cash flow* perusahaan. Tetapi *stock split* masih saja dilakukan oleh perusahaan-perusahaan emiten.

Stock split umumnya hanya meningkatkan jumlah saham yang beredar namun tidak memberikan dana baru atau klaim tambahan kepada *shareholder* (Baker *et al.*, 1995). Secara murni *stock split* hanya merupakan perubahan akuntansi yang bersifat ‘kosmetik’ untuk mengurangi *par value* saham tetapi tidak mengubah jumlah modal di dalam neraca perusahaan (Baker and Powell, 1993). *Stock split* tidak mempengaruhi ukuran atau distribusi aliran kas perusahaan kepada *stakeholders*. Sehingga adanya pengaruh ekonomi berkaitan dengan *stock split* merupakan hal yang mengejutkan. Banyak penelitian justru menemukan bukti bahwa perusahaan yang mengumumkan *stock split* memperoleh *abnormal return* dan tingkat pertumbuhan laba yang lebih tinggi.

Bertitik tolak dari pandangan tersebut, beberapa penelitian mengenai efek lain dari *stock split* telah dilakukan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti menunjukkan hasil yang kontroversial mengenai efek *split* tersebut. Misalnya yang berkaitan dengan tingkat likuiditas, harga sekuritas, dan sinyal yang disampaikan oleh perusahaan ke publik.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris mengenai reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *stock split* dengan terlebih dahulu melakukan koreksi terhadap bias estimasi beta, dengan menggunakan metoda koreksi beta saham Fowler & Rorke (1983) empat *lead* dan empat *lag*, yang telah terbukti secara empiris paling mampu mengurangi bias beta di Bursa Efek Jakarta (Hartono dan Suriyanto, 1999). Sedangkan permasalahan dalam penelitian ini adalah menguji kembali apakah *stock split* akan direaksi oleh para pelaku pasar modal, khususnya di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat seperti berikut ini.

1. Memberikan informasi secara empiris tentang ada tidaknya reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *stock split* sehingga bisa memberikan petunjuk apakah informasi pengumuman *stock split* relevan bagi para pelaku pasar modal untuk analisis dan pembuatan keputusan investasinya.
2. Memberi bahan kajian bagi peneliti selanjutnya mengenai fenomena *stock split* yang masih dianggap sebagai “*puzzle phenomenon*” dan menambah khasanah penelitian di Bursa Efek Jakarta.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Stock split merupakan aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan untuk menaikkan atau menurunkan jumlah saham yang beredar. Aktivitas tersebut juga dilakukan untuk menurunkan *par value* saham tanpa mengubah jumlah modal di neraca (Baker dan Powell, 1993). *Stock split* umumnya dilakukan pada saat harga saham sudah dinilai terlalu tinggi, sehingga dapat mengurangi kemampuan investor untuk membelinya. Pada dasarnya ada dua jenis *stock split* yang dapat dilakukan yaitu *split-up* dan *split-down*. *Split-up* adalah penurunan nilai nominal per lembar saham yang mengakibatkan kenaikan dalam jumlah saham yang beredar. Misalnya *stock split* dengan *split factor* 2 : 1, 3 : 1, dan 4 : 1. *Split-down* merupakan peningkatan nilai nominal perlembar saham yang mengakibatkan penurunan dalam jumlah saham yang beredar, misalnya dengan *split factor* 1 : 2, 1 : 3, atau 1 : 4. Dalam hal ini *split factor* diartikan sebagai perbandingan antara jumlah saham beredar setelah *split* dengan jumlah saham beredar sebelum *stock split*.

Bagi para emiten, *stock split* diyakini dapat memberikan berbagai manfaat. McGough (1993) menyatakan beberapa manfaat yang dapat diperoleh dengan melakukan *stock split* antara lain adalah menurunkan harga saham sehingga dapat menarik minat investor, meningkatkan likuiditas saham untuk diperdagangkan dan mengubah para investor dari *odd lots* menjadi *round lots*.

Brennan dan Hughes (1991) berasumsi bahwa investor hanya akan berinvestasi pada saham yang benar-benar diketahui dengan pasti segala sesuatunya dan akan melakukan perdagangan melalui broker yang menganalisis perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut. Aktivitas *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan diinterpretasikan sebagai sinyal bahwa manajer memiliki informasi yang menguntungkan dimana hal tersebut ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang positif di sekitar pengumuman *stock split*.

Stock split umumnya dilakukan perusahaan ketika harga sahamnya mengalami kenaikan yang cukup signifikan dan biasanya diikuti oleh reaksi positif terhadap harga saham setelah pengumuman. Barker (1956) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan tahun 1933 dan menemukan bahwa setelah *stock split*, harga saham meningkat. Tetapi digarisbawahinya bahwa kenaikan harga saham tersebut bukan disebabkan oleh *stock split*. Barker menyimpulkan bahwa sebenarnya kenaikan harga saham lebih dipengaruhi oleh pengumuman dividen perusahaan yang melakukan *stock split* tersebut.

Lakonishok dan Lev (1987) melakukan penelitian empiris untuk menguji mengapa perusahaan melakukan *stock split* atau mendistribusikan *stock dividend* dan mengapa pasar memberikan reaksi yang menguntungkan pada distribusi-distribusi tersebut. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan *stock split* akan mengalami peningkatan laba yang lebih besar di masa yang akan datang, sehingga informasi tersebut menimbulkan *abnormal return*.

Penelitian Fama *et al.* (1969) berhasil mendokumentasikan *abnormal return* yang mengiringi *stock split*. Dengan menggunakan market model yang sederhana, Fama *et al.* menghitung *cumulatives abnormal returns* (CARs) dari 940 *stock split* yang terjadi antara tahun 1927 – 1959 selama 60 bulan yaitu 30 bulan sebelum dan setelah *stock split*. Mereka menemukan *abnormal return* positif sebelum dilakukan *stock split* tetapi tidak terjadi pada hari pengumuman *stock split* dan hari-hari setelahnya.

Konsisten dengan temuan Barker (1956), pengujian yang dilakukan Fama *et al.* tidak terbebas dari pengaruh pengumuman dividen. Sebanyak 71,5% dari sampel yang mereka gunakan mengumumkan kenaikan dividen setelah pengumuman *stock split*. Hasilnya mendukung hipotesis bahwa pengumuman *stock split* yang diikuti oleh peningkatan dividen ditafsirkan pasar sebagai prediktor adanya peningkatan dividen sehingga tidak mengejutkan jika harga saham justru meningkat pada perioda menjelang pengumuman *stock split*.

Charest (1978) menguji *return* bulanan disekitar bulan pertama pengumuman *stock split* dipublikasikan. Dengan menguji kinerja dari 606 saham pada NYSE yang mengumumkan *stock split* selama perioda 1947 – 1967, Charest menemukan bahwa investor yang membeli saham perusahaan yang mengumumkan *stock split* ternyata memperoleh *abnormal return* positif. Grinbalt, Masulis, dan Titman (1984), Asquith, Healy, dan Palepu (1989), Klein dan Peterson (1989) dan McNichols dan David (1990) mengestimasi *abnormal return* yang diperoleh dari pengumuman *stock split*

dengan menggunakan data *return* harian. Hasil dari semua penelitian tersebut mengindikasikan adanya *abnormal return* positif yang signifikan sepanjang periode pengumuman *stock split*.

Reilly dan Drzycimski (1981) menguji perubahan volume dan harga saham harian untuk periode 15 hari sebelum hingga 20 hari sesudah pengumuman *stock split*. Menggunakan 10 saham yang dipilih secara random yang melakukan *stock split* dengan *split factor* 2 : 1 setiap tahun dari 1964 – 1975, mereka menemukan bahwa investor yang membeli saham perusahaan yang melakukan *stock split* akan memperoleh *abnormal profit* segera setelah pengumuman *stock split*. Namun pada banyak investor biaya transaksi normal akan mengeliminasi *profit* ini.

Penafsiran pengaruh *stock split* pada *return* saham tidak bisa dilepaskan dari kontaminasi informasi dividen. Grinbalt, Masulis, dan Titman (1984) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan *stock split* juga mengumumkan kenaikan dividen segera sebelum, bersamaan, atau bahkan setelah mengumumkan *stock split*. Peningkatan dividen ini telah terbukti luas berhubungan dengan perubahan *return* dan laba yang positif. Grinbalt *et al.* (1984) menguji pengaruh dari 1.762 *stock split* dan *stock dividend* sebesar 10% atau lebih dari tahun 1967 – 1976. Mereka mengestimasi *abnormal return* dari 244 perusahaan subsampel yang mengumumkan *stock split* namun tidak membagikan dividen kas selama tiga tahun sebelum *stock split* dilakukan dan menemukan *mean abnormal returns* (MARs) positif untuk setiap *stock split*.

Copeland (1979) melakukan penelitian mengenai likuiditas pasar, kesimpulan yang diambil adalah volume saham setelah melakukan aktivitas *stock split* menjadi menurun. Sedangkan biaya transaksi pialang meningkat serta *bid-ask spread* memiliki nilai yang lebih tinggi dari sebelumnya. Hasil yang berbeda ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Murray (1985) yaitu aktivitas *split* yang dilakukan oleh perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap volume perdagangan saham.

Desai dan Jain (1997) melakukan penelitian mengenai pengaruh *stock split* terhadap *return* saham biasa. Tujuan penelitian adalah untuk menemukan bukti-bukti baru dan melakukan analisa yang lebih detail mengenai pengaruh *stock split* terhadap *performance* saham biasa. Data yang digunakan sebanyak 5.596 perusahaan yang melakukan *stock split* selama periode 1976-1991. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar saham memberikan reaksi pada pengumuman *stock split*, bahkan juga ditemukan *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *stock split*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mc. Nichols dan Dravid (1990) memberikan hasil yang sama dengan penelitian yang dilakukan Downen (1990). Kedua hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *stock split* mengakibatkan adanya *abnormal return* di sekitar pengumuman *stock split*.

Barker (1956) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan pada tahun 1933 dan menemukan bahwa setelah *stock split* dilakukan, harga saham meningkat. Tetapi Barker menyimpulkan bahwa sebenarnya kenaikan harga saham lebih dipengaruhi oleh pengumuman dividen perusahaan yang melakukan *stock split* tersebut. Penelitian Fama *et al.* (1969) berhasil mendokumentasikan *abnormal return* yang mengiringi *stock split*. Konsisten dengan temuan Barker (1956), pengujian yang dilakukan Fama *et al.* tidak terbebas dari pengaruh pengumuman dividen kas. Charest (1978) menguji *return* bulanan disekitar bulan pertama pengumuman *stock split* dipublikasikan dan menemukan bahwa investor yang membeli saham perusahaan yang mengumumkan *stock split* ternyata memperoleh *abnormal return* positif. Grinbalt,

Masulis, dan Titman (1984), Asquith, Healy, dan Palepu (1989), Klein dan Peterson (1989) dan McNichols dan Dravid (1990) mengestimasi *abnormal return* yang diperoleh dari pengumuman *stock split* dengan menggunakan data *return* harian. Reilly dan Drzycimski (1981) menguji perubahan volume dan harga saham harian dan menemukan bahwa investor yang membeli saham perusahaan yang melakukan *stock split* akan memperoleh *abnormal profit* segera setelah pengumuman *stock split*.

Stock split mengakibatkan reaksi positif pada harga saham (Johnson, 1966). Reaksi pasar tersebut disebabkan antara lain karena pasar menafsirkan pengumuman *stock split* sebagai harapan akan adanya peningkatan dividen pada masa depan bukan karena pengaruh *stock split* itu sendiri. Namun tidak semua perusahaan yang melakukan *stock split* memberikan dividen kas segera setelah *stock split* dilakukan. Grinbalt (1984) menunjukkan hanya 11% dari perusahaan sampel yang memberikan dividen kas setelah melakukan *stock split*. Asquith *et al.* (1989) menunjukkan hanya 9% dari perusahaan sampelnya yang membayar dividen kas dalam waktu kurang dari setahun setelah *stock split*. Hasil ini mengindikasikan bahwa harapan adanya peningkatan dividen kas setelah *stock split* tidak sepenuhnya benar.

Asquith, Healy dan Palepu (1989) memisahkan informasi laba yang disampaikan oleh *stock split* dari informasi yang disampaikan oleh pengumuman dividen kas dengan mengeluarkan semua perusahaan yang membayar dividen kas sebelum atau pada saat pengumuman *stock split*. Mereka melaporkan adanya kenaikan laba yang signifikan dalam 4 tahun sebelum pengumuman *stock split*. Klein dan Peterson (1989) melaporkan hubungan positif antara *abnormal return* dan revisi analisis terhadap *forecast* laba pada periode pengumuman *stock split*. McNichols dan Dravid (1990) menemukan bahwa secara statistik terjadi kenaikan *Earning Per Share* yang signifikan pada perusahaan setelah *stock split*.

Penelitian mengenai *stock split* dengan menggunakan koreksi beta hanya sedikit, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Wiggins (1992). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik antara beta sebelum dan sesudah *stock split* baik dengan menggunakan data *return* harian, mingguan maupun bulanan.

Di Indonesia penelitian mengenai pengaruh *stock split* terhadap perubahan harga saham yang dilakukan oleh Ewijaya dan Indriantoro (1998), menunjukkan hasil bahwa *stock split* berpengaruh negatif terhadap perubahan harga saham relatif secara signifikan. Sampel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah 40 emiten yang mempublikasikan informasi *stock split* dan 35 emiten tidak mempublikasikan informasi *stock split* yang diperlukan sebagai kelompok pengawas. Fatmawati (1999) mengadakan penelitian tentang pengaruh *stock split* terhadap likuiditas saham yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham, volume *turnover* dan *spread* pada saat sebelum dan sesudah *stock split*. Sedangkan volume perdagangan, perubahan harga saham sebelum dan sesudah *stock split* tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

Anggraini (1999) melakukan penelitian mengenai kandungan informasi laba dan dividen kas yang dibawa oleh pengumuman *stock split* dan menemukan bahwa perusahaan umumnya melakukan pembayaran dividen kas kurang dari setahun setelah melakukan pengumuman *stock split*. Hasil ini mengindikasikan adanya pembayaran dividen kas dalam waktu yang berdekatan dengan peristiwa pengumuman *stock split*.

Bertitik tolak dari hasil penelitian yang menunjukkan ketidakkonsistenan bahkan cenderung kontroversi mengenai reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *stock split*, dan adanya ketidakcocokan antara teori dan praktik mengenai kandungan informasi *stock split*, serta kemungkinan belum adanya penelitian di Indonesia yang melakukan koreksi beta berkenaan dengan *stock split* tersebut, maka peneliti tertarik mengadakan penelitian mengenai *stock split*, maka diturunkan hipotesis sebagai berikut.

H₁: Pasar memberi reaksi secara signifikan terhadap Pengumuman *stock split* yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*.

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dari saham-saham emiten yang sudah terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta sampai Juni 1997. Kriteria pemilihan saham yang akan diuji dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang tidak melakukan *company action* (*stock deviden, right issue, bonus shares* dan pengumuman lainnya) selama periode pengamatan tersebut. Alasan penggunaan kriteria tersebut adalah untuk menghindari bias pada data harga saham yang disebabkan oleh *company action* yang dilakukan perusahaan. Dari semua saham yang terdaftar sampai Juni 1997, terdapat sebanyak 42 saham memenuhi kriteria tersebut. Alasan penggunaan tersebut adalah untuk menghindari bias pada data harga saham atau ambiguitas yang disampaikan oleh informasi-informasi tersebut (Howe dan Lin, 1992).

Data tersebut di atas diperoleh dari berbagai sumber yaitu *Indonesian Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange Statistic 1994, 1995, 1996, 1997* dan *Majalah Business News*, serta *Pojok BEJ MM UGM* dan lain-lain.

Metode Analisis Data

1. Pengujian *abnormal return* saham

Return saham dan *return* pasar dihitung dengan formulasi sebagai berikut :

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Notasi:

R_t = *Return* saham dan atau *Indeks* pasar pada hari ke-t,

P_t = Harga saham dan atau indeks pasar pada hari ke-t,

P_{t-1} = Harga saham dan atau indeks pasar pada hari ke-t-1, dan

Perhitungan beta masing-masing saham dengan metode OLS.

Beta dapat dihitung dengan cara meregresikan *return* saham dengan *market return* berdasarkan *single index model* / model indeks tunggal oleh William Sharpe (1963).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Notasi:

R_{it} = Return saham perusahaan ke i dan hari ke- t ,

α_i = Intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke- i ,

β_i = Beta untuk masing-masing perusahaan ke- i ,

R_{Mt} = Return indeks pasar pada hari ke- t , dan

ε_{it} = Kesalahan residu untuk persamaan-persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke- i pada hari ke- t .

2. Estimasi beta dengan metode koreksi Fowler dan Rorke

Metode koreksi beta yang digunakan adalah metode koreksi beta Fowler dan Rorke dengan *empat lead* dan *empat lag*. Metode koreksi beta ini merupakan metode koreksi beta yang telah terbukti secara empiris paling mampu mengurangi beta di Bursa Efek Jakarta (Hartono dan Suriyanto, 1999) :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{-4} R_{Mt-4} + \beta_{-3} R_{Mt-3} + \beta_{-2} R_{Mt-2} + \beta_{-1} R_{Mt-1} + \beta_0 R_{Mt} + \beta_4 R_{Mt+4} + \beta_3 R_{Mt+3} + \beta_2 R_{Mt+2} + \beta_1 R_{Mt+1} + \varepsilon_{it}$$

Besarnya beta perusahaan ke- i yang telah dikoreksi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Arif dan Johnson, 1990).

$$\beta_i = W_4 \beta_i^{-4} + W_3 \beta_i^{-3} + W_2 \beta_i^{-2} + W_1 \beta_i^{-1} + \beta^0 + W_1 \beta_i^{+1} + W_2 \beta_i^{+2} + W_3 \beta_i^{+3} + W_4 \beta_i^{+4}$$

Bobot yang digunakan untuk mengalikan koefisien-koefisien regresi untuk *empat lead* dan *empat lag* dihitung dengan rumus sebagai berikut (Arif dan Johnson, 1990)“

$$W_1 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_2 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_3 = \frac{1 + 2\rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_4 = \frac{1 + \rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

Besarnya $\rho_1, \rho_2, \rho_3, \rho_4$, diperoleh dari persamaan regresi sebagai berikut (Hartono dan Suriyanto, 1999).

$$R_{mt} = \alpha_i + \rho_1 R_{mt-1} + \rho_2 R_{mt-2} + \rho_3 R_{mt-3} + \rho_4 R_{mt-4} + \varepsilon_t$$

Abnormal return sering disebut sebagai *excess return* untuk suatu saham pada periode tertentu. *Abnormal return* ini merupakan selisih *return* yang sesungguhnya terjadi pada suatu perioda dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) pada periode tersebut (Peterson, 1989). Persamaan matematisnya sebagai berikut.

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

Notasi:

AR_{it} = *Abnormal Return* saham I pada perioda peristiwa ke-t,

R_{it} = *Return* yang sesungguhnya yang terjadi untuk saham I pada perioda untuk peristiwa ke-t, dan

$E(R_{it})$ = *Return* ekspektasi saham I untuk perioda peristiwa ke-t.

Penentuan besarnya *return* saham yang diharapkan $E(R_{it})$ memakai *market model* yang digunakan Brown dan Warner (1985) dalam *event study*.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_m$$

Notasi:

$E(R_{it})$ = *Return* saham individual yang diharapkan pada perioda t,

α_i = Besarnya *return* saham individual yang tidak dipengaruhi oleh *return* pasar, dan

β_i = Tingkat kepekaan *return* saham individual sebagai akibat berubahnya *return* pasar.

Periode estimasi pada penelitian ini mangacu pada penelitian yang dilakukan oleh Brown dan Warner (1985) yaitu 100 hari. Perioda *Windows* adalah h-5 dan h+5. Pemilihan *windows* 11 hari untuk menghindari *Confounded effect*. Jika menggunakan lebih dari 11 hari, maka ada unsur-unsur lain atau pengumuman lain yang dapat mempengaruhi hasil penelitian ini, sebaliknya jika menggunakan *windows* lebih pendek dari 11 hari maka ada kemungkinan belum ada.

Estimasi α dan β diperoleh dari perhitungan persamaan regresi yaitu menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS). Dengan menggunakan α dan β selama *estimation period*, maka *return* yang diharapkan (*expected return*) dapat dihitung untuk menentukan *abnormal return* selama *event period*. *Abnormal return* dan *Average Abnormal Return* selama 11 hari sekitar tanggal pengumuman *Stock split* digunakan untuk menilai ada tidaknya kandungan informasi *stock split*.

Sekanjutnya, dilakukan perhitungan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang merupakan penjumlahan *abnormal return* saham selama perioda pengamatan yaitu 11 hari. Adapun perhitungan CAR dapat dirumuskan sebagai berikut.

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

Notasi:

CAR_{it} = Cumulative Abnormal Return sekuritas ke-i pada hari ke-t (selama
 periode windows 11 hari), dan

AR_{it} = Abnormal Return untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

Pengujian signifikansi *abnormal return* selama periode windows menggunakan pengujian statistik uji t (*t-test*) yang secara umum dapat diformulasikan sebagai berikut.

t = t-hitung,

β = rata-rata *abnormal return*, dan

KSE = Kesalahan Standar Estimasi.

$$t = \frac{\beta}{KSE}$$

Tujuan pengujian signifikansi *abnormal return* ini adalah untuk melihat signifikansi *abnormal return* secara statistik. Signifikansi tidak sama dengan nol apabila bertanda positif berarti dianggap sebagai berita baik, sedangkan apabila memiliki tanda negatif dianggap sebagai berita yang buruk. *T-test* ini dilakukan dengan cara mencari standarisasi dari nilai *abnormal return* dengan nilai kesalahan standar estimasinya (*standard error of the estimate*) untuk masing-masing sekuritas, sedangkan cara yang digunakan untuk menentukan kesalahan standar estimasi berdasarkan deviasi standar *return* harian pada periode estimasi. Adapun model tersebut dapat dirumuskan seperti berikut ini.

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t1}^{t2} (R_{ij} - R_t)^2}{T - 2}}$$

Notasi:

KSE = Kesalahan Standar Estimasi untuk sekuritas ke-i ,

R_{ij} = Return sekuritas ke-i untuk hari ke-j selama periode estimasi,

R_i = Rata-rata *return* sekuritas ke-i selama periode estimasi, dan

T = Jumlah dari di periode estimasi dari hari ke-t2.

Setelah kesalahan standar estimasi untuk tiap-tiap perusahaan diperoleh, maka *abnormal return* standarisasi untuk sekuritas ke-1 dapat dilihat sebagai berikut:

$$RTNSi_{j,t} = \frac{RTN_{i,t}}{KSE_i}$$

Notasi:

$RTNSi_{i,t}$ = abnormal return standarisasi sekuritas ke-i ,

$RTNi_{i,t}$ = abnormal return sekuritas ke-i pada hari ke-t sebuah periode peristiwa, dan

KSE_i = kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke- i .

T -test tersebut umumnya dilakukan untuk *return* portofolio (rata-rata *return* semua k -sekuritas) pada hari- t di perioda peristiwa. Portofolio sekuritas ini terdiri atas k -buah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman *stock split*. Besarnya *abnormal return* standarisasi untuk portofolio k -buah sekuritas ini untuk hari ke- t selama perioda window/ peristiwa adalah sebesar :

$RTNS_t$ = *abnormal return* standarisasi portofolio untuk hari ke- t di perioda peristiwa.

$$RTNS_t = \frac{\sum_{i=1}^k RTNS_{i,t}}{\sqrt{k}}$$

Notasi:

$RTNS_{i,t}$ = *abnormal return* standarisasi sekuritas ke- i untuk hari ke- t di perioda peristiwa, dan

k = jumlah sekuritas.

ANALISIS DAN HASIL

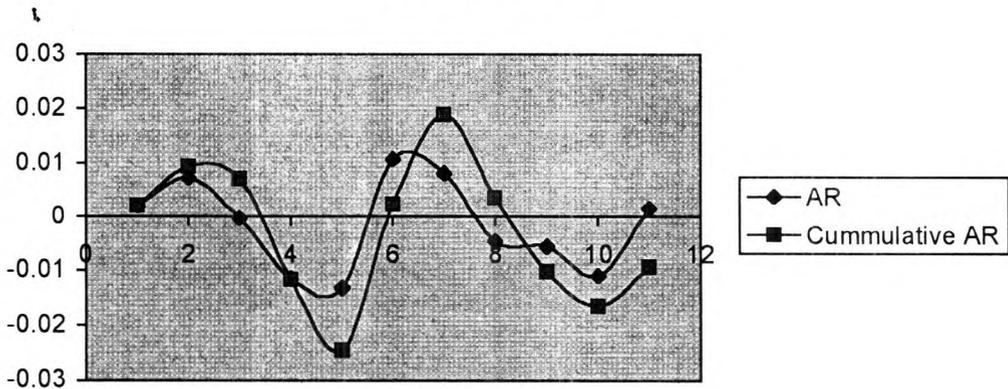
Untuk menguji hipotesis pertama yaitu pengaruh pengumuman *Stock split* terhadap harga saham dilakukan untuk melihat adanya reaksi pasar atas pengumuman *stock split*. Reaksi pasar terhadap pengumuman *stock split* tersebut diprosikan dengan *abnormal return* harian disekitar hari pengumuman *stock split*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* realisasi saham dengan *return* ekspektasi. Perhitungan *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan model pasar (*market model*). Karena kondisi perdagangan di Bursa Efek Jakarta masih tipis, maka dalam menghitung *return* ekspektasi harus dilakukan koreksi untuk memperoleh nilai beta yang mendekati nilai beta yang sebenarnya. Dalam penelitian ini metoda koreksi beta yang digunakan adalah metode Fowler dan Rorke sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jogiyanto (1999). Beta pasar yang dikoreksi menggunakan empat periode mundur (*4 lag*) dan empat periode maju (*4 lead*). Model koreksi ini dipilih karena sudah terbukti secara empiris sebagai metode yang paling mampu mengoreksi bias beta saham pasar modal yang tipis.

Hasil perhitungan *Abnormal return* Rata-rata dan *Cumulative Abnormal return* pada perusahaan yang menjadi sampel selama periode peristiwa (*windows period*) dapat dilihat pada tabel sebagai berikut.

Tabel 1
Hasil Perhitungan *Abnormal return* dan *Cumulative Abnormal return* selama periode *windows*

Hari ke-t	<i>Abnormal return</i>	<i>Cumulative AR</i>
-5	000011081	0.0021081
-4	0.0072931	0.0094012
-3	-0.000245	0.0070481
-2	-0.011377	-0.011622
-1	-0.01315	-0.024527
0	0.0107338	-0.0024162
1	0.0081531	0.0188869
2	-0.004637	0.0035161
3	-0.005514	-0.010151
4	-0.010931	-0.016445
5	0.0015505	-0.0093805

Abnormal Return



Gambar.1 Abnormal Return

Dari tabel dan grafik di atas dapat dilihat bahwa pada hari t-5 dan t-4 terdapat *abnormal return* positif. Sedangkan pada hari t-3 sampai t-1 *return* saham bergerak turun dengan ditandai terjadinya *abnormal return* negatif. Pada hari t-0 (pengumuman *stock split*) dan t+1 (satu hari setelah *stock split*) terjadi *abnormal return* positif. Respon pasar yang positif pada saat pengumuman *stock split* ini disebabkan karena investor memiliki sinyal positif terhadap perusahaan yang melakukan *stock split*. Sinyal positif dari pengumuman *stock split* diinterpretasikan bahwa manajer perusahaan akan menyampaikan prospek yang baik sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan investor, selain itu *stock split* juga menunjukkan sinyal yang valid karena tidak semua

perusahaan dapat melakukannya. Hanya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik yang dapat melakukan *stock split*, karena untuk melakukan *stock split* perusahaan harus menanggung semua biaya yang ditimbulkan oleh *stock split* tersebut, meskipun *stock split* tidak memiliki nilai ekonomis. Oleh karena itu, *stock split* merupakan sinyal positif yang diberikan oleh perusahaan kepada pasar, sehingga pasar memberikan reaksi positif terhadap pengumuman *stock split* tersebut. Sebaliknya dengan perusahaan yang memiliki kinerja kurang bagus dan tidak memiliki prospek yang baik dimasa depan tidak akan mampu menanggung biaya transaksi yang harus dikeluarkan pada saat sesudah *stock split*. Sedangkan pada hari t+2 sampai t+4 *return* saham kembali bergerak turun dengan terjadinya *abnormal return* yang negatif dan kembali positif pada t+5.

Untuk pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan pengujian statistik yaitu melihat signifikansi *return* tidak normal yang ada di periode peristiwa. Untuk hal tersebut digunakan pengujian-t (*t-test*). Hasil perhitungan dan pengujian statistik *abnormal return* untuk periode windows adalah sebagai berikut :

Tabel 2
Hasil Perhitungan *Abnormal return* dan t-hitung
Selama periode *Windows*

Hari ke-t	<i>Abnormal return</i>	t-hitung	Keterangan
-5	0.0021081	1.3498762	Tidak Signifikan
-4	0.0072931	4.6699861	Signifikan
-3	-0.000245	-0.1571857	Tidak Signifikan
-2	-0.011377	-7.2848185	Signifikan
-1	-0.01315	-8.4200317	Signifikan
0	0.0107338	6.8731779	Signifikan
1	0.0081531	5.2206697	Signifikan
2	-0.004637	-2.9689957	Signifikan
3	-0.005514	-3.530504	Signifikan
4	-0.010931	-6.9995668	Signifikan
5	0.0015505	0.9928161	Tidak Signifikan

Pengujian hipotesis pertama menggunakan uji statistis *t-test* bertujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa. Signifikansi ini merupakan signifikansi *abnormal return* secara statistik tidak sama dengan nol. Apabila signifikansi tersebut memiliki tanda positif berarti informasi yang masuk kepasar itu dianggap sebagai berita yang baik (*good news*) dan apabila signifikansi tersebut bertanda negatif berarti informasi yang masuk ke pasar dianggap sebagai berita yang tidak menyenangkan (*bad news*). Dalam penelitian ini, uji signifikansi *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan alat uji statistik *t-test* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian signifikansi *abnormal return* ini dilakukan dengan membandingkan nilai t-hitung dan t-tabel, apabila nilai t-hitung lebih besar dari nilai t-tabel yaitu 2.021 maka *abnormal return* pada periode tersebut dianggap signifikan secara statistik yang berarti bahwa terdapat reaksi pasar atas pengumuman *stock split* tersebut.

Hasil pengujian hipotesis ini mendukung penelitian Grinblatt, Masulis & Titman (1984) dan Brennan & Copeland (1988) yaitu pengumuman *stock split* memberikan sinyal positif terhadap informasi manajemen perusahaan karena biaya transaksi saham tergantung pada besarnya harga saham, dimana biaya transaksi saham memiliki hubungan negatif dengan harga saham, sehingga hal ini menunjukkan bahwa hanya perusahaan yang memiliki kinerja manajemen yang bagus saja yang dapat melakukan *stock split*.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tiga hari sebelum pengumuman *stock split*, terdapat *abnormal return* yang negatif. Dalam arti bahwa tiga hari sebelum adanya pengumuman *stock split*, investor memperoleh *return* saham yang lebih rendah dari yang diharapkan. Meskipun dilihat dari tingkat signifikasinya, hanya pada hari kedua dan pertama sebelum pengumuman *stock split* yang memiliki nilai *abnormal return* yang signifikan.

Sementara itu pada saat tanggal pengumuman *stock split* dan sehari setelah *stock split*, investor dapat memperoleh *abnormal return* yang positif, dimana hal ini berarti *return* saham yang diperoleh investor lebih besar dari *return* saham yang diharapkan. *Abnormal return* yang penting pada saat pengumuman *stock split* ini yang menunjukkan bahwa respon pasar yang positif terhadap pengumuman *stock split*. Hal ini disebabkan karena investor memiliki sinyal positif terhadap perusahaan yang melakukan *stock split*. Sinyal positif dari pengumuman *stock split* ini diinterpretasikan bahwa manajer perusahaan akan menyampaikan prospek yang lain sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan investor dan dilihat dari tingkat signifikasinya menunjukkan bahwa *abnormal return* positif tersebut memiliki nilai yang signifikan. Meskipun pada hari kedua sampai hari keempat setelah pengumuman *stock split*, *abnormal return* yang diperoleh para investor negatif lagi. Hal ini disebabkan karena kemungkinan investor tidak mempercayai berita tersebut tetapi justru lebih mempercayai pengumuman lainnya disekitar pengumuman *stock split*. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa Pasar memberi reaksi secara signifikan terhadap pengumuman *stock split*.

Keterbatasan Penelitian

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini tidak dirinci berdasarkan jenis industri dan ukuran perusahaannya, sehingga kemungkinannya mempengaruhi hasil penelitian ini.
2. Penelitian ini tidak melihat pengaruh *stock split* terhadap jumlah pemegang saham institusional ataupun individu.
3. Pengambilan sampel penelitian ini berdasarkan *purposive sampling* sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi.
4. Penelitian ini tidak menguji reaksi jangka panjang setelah pengumuman *stock split*.

Implikasi untuk Penelitian yang akan datang

Penelitian berikutnya sebaiknya mempertimbangkan hal sebagai berikut :

1. Merinci sampel penelitian yang digunakan berdasarkan industri dan ukurannya sehingga dapat dilihat pengaruhnya terhadap pengumuman *stock split*.
2. Mempertimbangkan beberapa efek industri dan faktor ekonomi untuk perluasan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariff, M., and L.W. Johnson, 1990, "*Securities Markets & Stock Pricing : Evidence From a Developing Capital Market in Asia*" Longman Singapore Publisher Ltd., Singapore.
- , 1988b, Beta Changes Around Atock Split : A Note, *The Journal of Finance*, Vol. XLIII, pp. 1009-1013.
- Asquith, Paul, Paul M. Healy, and Krishna G. Palepu, 1989, Earning and Stock splits, *The Accounting Review* 63:3, July, page 387 – 403.
- Baker, H. Kent and Gary E. Powell, 1993, Futher Evidence on Managerial Motives for Stock splits, *Quarterly Journal of Business and Economics* 32:3, Summer, page 20 – 31.
- Bar-Yosef, S., and L. Brown, 1997, A Reexamination of Stock split Using Moving Betas, *Journal of Finance* 32, September, pp. 1069-1080.
- Beave, W.h., *Finance Rporting : An Accounting Revolution*, 2nd edition, Prentice Hall.
- Blume, E.M., 1971, "On the Assessment of Risk", *Journal of Finance*, 1, page 1-10.
- Brennan, M.J. and P.J. Hughes, 1991, Stock Price and the Supply of Information, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 1665-1691.
- Brennan, M.J., and the T.E. Copeland, 1988a, Stock splits, Stock Price and Transaction Costs, *Journal of Financial Economics* 22, pp. 83-101.
- Brigham, E.F., L.C Gapenski, 1994, *Finance Management : Theory & Practice*, Orlando, The Dryden Press.
- Brown, Stephen J and Herakd B. Warner, 1985, "Using Daily Stock Return", *Journal of Finance Economics* 14 : 3-31.
- Conroy, R.M., R.S. Harris and B.A. Benet (1990), the Effect of Stock splits on Bid-Ask Spread, *Journal of Finance* 4, pp. 1288-1289.
- Copeland T.E. and D. Galai, Information Effects on the Bid-Ask Spread, *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 1457-1469.
- Copeland, T.E., 1979, Liquidity Changes Following Stock split, *Journal of Finance* 34, pp. 115-141.
- Ewijaya dan Nur Indriantoro, 1999, Analisis Pengaruh P, *Jurnnal Riset Akuntansi Indonesia*, Pemecahan Saham terhadap Penrubahan Harga Saham, hal 53-65.
- Fama, E. E., 1970, Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, Mei : 383 – 417.
- Fatmawati, 1999, Pengaruh Stock split terhadap likuiditas saham yang diukur dengan besarnya Bid-ask spread di Bursa Efek Jakarta, *Thesis S2 Program Studi AKuntansi UGM, Yogyakarta*.

- Grinbaltt, Mark S., Ronald W. Masulis, and Sheridan Titman, 1984, The Valuation Effects of Stock splits and Stock Dividends, *Journal of Financial Economics* 13:4, Desember, page 461 - 490.
- Hartono, J., dan Suriyanto, 1999, :Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta”, *Makalah Seminar*, pada Seminar Nasional Hasil-hasil Penelitian, Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis, UNDIP Semarang.
- Jogiyanto, H.M., 1998, Teori Portofolio & Analisis Investasi, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P, 1998, *Investment Analysis and Management*, New York:
- Lakonishok J. and B. Lev, 1987, Stock split and Stock Dividends : Why, Who, and When, *Journal of Finance* 42, pp. 913-932.
- Lamoureux, C. and P. Poon, 1987, The Market Reaction to Stock splits, *Journal of Finance* 42, pp. 1347-1370.
- Mc Nichols, Maureen and Ajay Dravid, 1990, Stock Dividends, Stock split, and Signaling, *Journal of Finance* 45:3, July, Page 857 – 879.
- McGough, Eugene F, 1993, Anatomy of A Atock Split, *Management Accounting*.
- Suwandi, T., “Kinerja Bursa Efek Jakarta 1988-1996:., *Kelola*, 14, hal. 18-29.
- Tandelilin, E., 1996, “Gains from International Diversification : Indonesia and Philippines Perspective”, *Disertasi*, (unpublished).
- Wiggins, J.B., 1992, Beta Changes Around Stock splits Revisted, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, pp. 631-640.