



LAPORAN PENELITIAN DOSEN MUDA
TAHUN ANGGARAN 2005

**DAMPAK PENGUMUMAN STOCK SPLIT TERHADAP VARIABILITAS
TINGKAT KEUNTUNGAN DAN AKTIVITAS VOLUME TRANSAKSI
SAHAM PADA KELOMPOK PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BEJ TAHUN 1997-2001**

Oleh:

**Yetty Dwi Lestari, SE
Lilik Sugiharti, SE., M.Si.**

**LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN KEPADA MASYARAKAT
UNIVERSITAS AIRLANGGA**

Dibiayai oleh Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi, Departemen Pendidikan Nasional,
Sesuai dengan Surat Perjanjian Pelaksanaan Pekerjaan Penelitian
dan Pengabdian kepada Masyarakat
Nomor : 036/SPPP/PP-PM/DP3M/IV/2005
Nomor Urut : 14.

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS AIRLANGGA**

November, 2005

STOCK SPLITTING

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA



LAPORAN PENELITIAN DOSEN MUDA
TAHUN ANGGARAN 2005

**DAMPAK PENGUMUMAN STOCK SPLIT TERHADAP VARIABILITAS
TINGKAT KEUNTUNGAN DAN AKTIVITAS VOLUME TRANSAKSI
SAHAM PADA KELOMPOK PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BEJ TAHUN 1997-2001**

KKB
KK-2
LP 31/08
Les
d

Oleh:

**Yetty Dwi Lestari, SE
Lilik Sugiharti, SE., M.Si.**

**LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN KEPADA MASYARAKAT
UNIVERSITAS AIRLANGGA**

Dibiayai oleh Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi, Departemen Pendidikan Nasional,
Sesuai dengan Surat Perjanjian Pelaksanaan Pekerjaan Penelitian
dan Pengabdian kepada Masyarakat
Nomor : 036/SPPP/PP-PM/DP3M/IV/2005
Nomor Urut : 14.

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS AIRLANGGA**

November, 2005



**IDENTITAS DAN PENGESAHAN
LAPORAN AKHIR PENELITIAN
DOSEN MUDA**

1.a. Judul penelitian :

Dampak pengumuman Stock Split Terhadap Variabilitas Tingkat keuntungan Dan Aktifitas Volume Transaksi Saham Pada Kelompok Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999 – 2001.

b. Macam penelitian : Dosen muda

2. Kepala proyek Penelitian

- a. Nama lengkap dan gelar : Yetty Dwi Lestari,SE
b. Jenis Kelamin : Perempuan
c. Pangkat /Gol/NIP : Assisten Ahli Madya/III-A/ 132 255 149
d. Jabatan sekarang : Dosen
e. Fakultas : Ekonomi
f. Universitas : Airlangga
g. Bidang Yang Diteliti : Manajemen keuangan
3. Jumlah peneliti : 2 Orang
4. Lokasi Penelitian : Bursa Efek Jakarta/Indonesia
5. Kerja sama Denga Instansi Lain : Tidak ada
6. jangka Waktu Penelitian : 6 Bulan
7. Biaya Yang diperlukan : Rp. 6.000.000,00 (Enam juta Rupiah)

Surabaya, 15 November 2005

Ketua Peneliti

Yetty
Yetty Dwi Lestari,SE
NIP. 132 255 149



**Menyetujui :
Ketua Lembaga Penelitian dan Pengabdian Masyarakat
Universitas Airlangga**

**Prof.Dr.H Sarmanu,MS
Nip.130 701 125**

RINGKASAN HASIL PENELITIAN DI BIDANG EKONOMI**Dampak pengumuman Stock Split Terhadap Variabilitas Tingkat keuntungan
Dan Aktifitas Volume Transaksi Saham Pada Kelompok Perusahaan
Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999 – 2001.****(Yetty Dwi Lestari, Lilik Sugiarti , Atik Purmiyati)**

Pasar modal Indonesia mengalami guncangan akibat badai krisis ekonomi dan politik yang terjadi di Indonesia dan kawasan negara- negara ASEAN . Krisis ekoomi di Indonesia dapat dilihat dari dua perspektif , yang pertama pengaruh yang berhubungan dengan nilai tukar yang terjadi di Thailand pada bulan Mei tahun 1997. kedua adanya kombinasi dari krisis ekonomi dan politik dalam negeri. Dengan adanya badai krisis tersebut maka perekonomian menjadi kurang bergairah dan berefek pada kelesuan transaksi di pasar modal Indonesia . Berbagai langkah proaktif terus dilakukan emiten untuk menyiasati kondisi bursa yang sedang lesu tersebut, salag satunya yang marak dilakukukan adalah dengan melakukan *stock split*. Tujuan Utama adalah menempatkan saham pada kisaran perdagangan yang lebih populer (*popular trading range*), dimana melibatkan banyak pembeli.

Penelitian ini dilakukan untuk melihat bagaimana dampak pengumuman stock split terhadap variabilitas saham (SRV) dan aktifitas volume transaksi (TVA) saham sebelum dan sesudah stock solit pada prusahaan besar dan perusahaan kecil. Yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1999- 2001.

Dalam penelitian ini, untuk menguji hipotesis digunakan tehnik analisis statistik parametrik dengan menggunakan metode uji beda dua rata-rata dari dua kelompok sample yang berpasangan. Tehnik analisis ini ,digunakan untuk mengetahui perbedaan variabilitas tngkat keuntungan saham sebelum dan sesudah stock split pada perusahaan besar dan perusahaan kecil, serta untuk mengetahui

perbedaan aktifitas volume transaksi saham sebelum dan sesudah stock split pada perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada perusahaan besar variabilitas keuntungan saham tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah stock split dengan uji signifikan (p) $t_{hitung} = 0,303 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima . Berdasarkan hasil uji tersebut dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan variabilitas tingkat keuntungan saham pada perusahaan besar sebelum dan sesudah stock split. Pada perusahaan kecil variabilitas keuntungan saham tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah stock split dengan uji signifikan (p) $t_{hitung} = 0,303 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima . Berdasarkan hasil uji tersebut dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan variabilitas tingkat keuntungan saham pada perusahaan kecil sebelum dan sesudah stock split.

Pada perusahaan besar tidak terdapat perbedaan yang signifikan aktifitas volume transaksi saham , yang ditunjukkan oleh perhitungan hasil yang diperoleh yaitu tingkat signifikansi (p) $t_{hitung} = 0,336 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima. Sedangkan pada perusahaan kecil tidak terdapat perbedaan yang signifikan aktifitas volume transaksi saham , yang ditunjukkan oleh perhitungan hasil yang diperoleh yaitu tingkat signifikansi (p) $t_{hitung} = 0,059 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima.

Kesimpulan akhir menunjukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan tentang variabilitas tingkat keuntungan saham dan aktifitas volume transaksi saham sebelum dan sesudah stock split pada perusahaan besar dan perusahaan kecil disebabkan oleh kondisi ekonomi makro Indonesia dan kondisi fundamental perusahaan.

kata kunci = stock split ; volume transaksi saham
variabilitas keuntungan

SUMMARY

**Dampak pengumuman Stock Split Terhadap Variabilitas Tingkat keuntungan Dan Aktifitas Volume Transaksi Saham Pada Kelompok Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999 – 2001.
(Yetty Dwi Lestari, Lilik Sugiarti, Atik Purmiyati)**

Krisis ekonomi di Indonesia dapat dilihat dari dua perspektif, yang pertama pengaruh yang berhubungan dengan nilai tukar yang terjadi di Thailand pada bulan Mei tahun 1997. kedua adanya kombinasi dari krisis ekonomi dan politik dalam negeri. Dengan adanya badai krisis tersebut maka perekonomian menjadi kurang bergairah dan berefek pada kelesuan transaksi di pasar modal Indonesia. Berbagai langkah proaktif terus dilakukan emiten untuk menyiasati kondisi bursa yang sedang lesu tersebar, salah satunya yang marak dilakukukan adalah dengan melakukan *stock split*.

Penelitian ini dilakukan untuk melihat bagaimana dampak pengumuman *stock split* terhadap variabilitas saham (SRV) dan aktifitas volume transaksi (TVA) saham sebelum dan sesudah stock solit pada prusahaan besar dan perusahaan kecil. Yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1999- 2001.

Dalam penelitian ini, untuk menguji hipotesis digunakan tehnik analisis statistik parametrik dengan menggunakan metode uji beda dua rata-rata dari dua kelompok sampel yang berpasangan. Tehnik analisis ini ,digunakan untuk mengetahui perbedaan variabilitas tngkat keuntungan saham sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil, serta untuk mengetahui perbedaan aktifitas volume transaksi saham sebelum dan sesudah stock split pada perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada perusahaan besar variabilitas keuntungan saham tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah stock split dengan uji signifikan (p) $t_{hitung} = 0,303 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima. Pada perusahaan kecil variabilitas keuntungan saham tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah *stock split* dengan uji signifikan (p) $t_{hitung} = 0,303 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima. Pada perusahaan besar tidak terdapat perbedaan yang signifikan antifitas volume transaksi saham, yang ditunjukkan oleh perhitungan hasil yang diperoleh yaitu tingkat signifikansi (p) $t_{hitung} = 0,336 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima. Sedangkan pada perusahaan kecil tidak terdapat perbedaan yang signifikan antifitas volume transaksi saham, yang ditunjukkan oleh perhitungan hasil yang diperoleh yaitu tingkat signifikansi (p) $t_{hitung} = 0,059 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 diterima.

Kesimpulan akhir menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan tentang variabilitas tingkat keuntungan saham dan aktifitas volume transaksi saham sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil disebabkan oleh kondisi ekonomi makro Indonesia dan kondisi fundamental perusahaan.

KATA PENGANTAR

Penulis memanjatkan puji syukur ke hadirat Allah Yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang Atas segala rahmat dan karunia-Nya sehingga penelitian ini dapat diselesaikan dengan baik.

Peneliti mengucapkan terima kasih yang tak terhingga setelah terselesaikannya penelitian ini kepada Ketua lembaga Penelitian dan Pengabdian Pada Masyarakat Universitas Airlangga, staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Airlanggadan mahasiswa yang membantu dalam pencarian data dalam penelitian ini.

Penulis menyadari bahwa penelitian ini jauh dari sempurna sehingga apabila ada pihak lain yang memberikan masukan atau kritik maka peneliti bersedia untuk memperbaiki.

Semoga penelitian ini bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan untuk perkembangan ilmu pengetahuan.

Penulis

Yetty Dwi Lestari

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	
HALAMAN LEMBAR PENGESAHAN	i
RINGKASAN	ii
SUMMARY	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI	vi
DAFTAR TABEL	viii
DAFTAR GAMBAR	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	3
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	4
2.1. Penelitian Terdahulu	4
2.2. Kajian Teoritis	7
2.2.1. Pendapatan Saham (<i>Return</i>)	7
2.2.2. Volume Perdagangan	9
2.2.3. Variabilitas Tingkat Keuntungan	10
2.2.4. Pemecahan Saham (<i>Stock Split</i>)	11
2.2.5. Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Pendapatan Saham	13
2.2.6. Pengaruh Pengumuman <i>Stock split</i> terhadap Pendapatan Saham	14
2.2.7. <i>Information Content</i> dan <i>Stock split</i>	15
2.2.8. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi <i>Information Content</i>	16
BAB III TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN.....	17
3.1. Tujuan Penelitian	17
3.2. Manfaat Penelitian	17
3.3. Hipotesis	18

BAB IV METODE PENELITIAN	19
4.1. Identifikasi Variabel	19
4.2. Definisi Operasional	19
4.3. Jenis dan Sumber Data	21
4.4. Populasi dan Sampel Penelitian	21
4.5. Prosedur Pengumpulan Data	22
4.6. Teknik Analisis	23
BAB V HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS	27
5.1. Perkembangan Pasar Modal Indonesia	27
5.1.1. Periode I (1912-1940)	27
5.1.2. Periode II (1952-Awal 1960-an)	27
5.1.3. Periode III (1977-Sekarang)	28
5.2. <i>Stock split</i> di BEJ Periode 1999-2001	34
5.3. Deskripsi Data	37
5.3.1. Pendapatan Saham dan <i>Abnormal Return</i>	37
5.3.2. <i>Security Return Variability</i> (SRV) Sebelum dan Setelah <i>Stock split</i>	41
5.3.3. <i>Trading Value Activity</i> (TVA) Sebelum dan Setelah <i>Stock split</i>	43
5.4. Uji Hipotesis dan Analisis	46
5.4.1. Uji Perbedaan SRV Sebelum dan Sesudah <i>Stock split</i> ...	46
5.4.2. Uji Perbedaan TVA Sebelum dan Sesudah <i>Stock split</i> ...	47
BAB VI PEMBAHASAN.....	50
6.1. SRV dan TVA Setelah <i>Stock split</i> Tidak Berbeda dengan Sebelum <i>Stock split</i> pada Perusahaan Besar dan Kecil	50
6.2. Identifikasi Faktor-faktor yang Menyebabkan SRV dan TVA Sebelum dan Setelah <i>Stock split</i> Tidak Berbeda Signifikan.....	54
BAB VII SIMPULAN DAN SARAN.....	58
7.1. Simpulan	58
7.2. Saran-saran	59
DAFTAR PUSTAKA	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1. Hasil Penelitian Terdahulu	6
Tabel 5.1. Perkembangan Transaksi pada BEJ Tahun 1985-2001	32
Tabel 5.2. Perusahaan Manufaktur yang <i>Stock split</i> Tahun 1999 – 2001	35
Tabel 5.3. Ikhtisar Rit, E(Rit), ARit, dan CARt Perusahaan Kecil dan Perusahaan Besar Selama Periode Pengamatan	38
Tabel 5.4. Ikhtisar SRV Sebelum dan Setelah <i>Stock split</i>	41
Tabel 5.5. TVA Perusahaan Kecil dan Perusahaan Besar Selama Periode Penelitian	43
Tabel 5.6. Hasil Pengujian SRV Sebelum dan Setelah <i>Stock split</i>	46
Tabel 5.7. Hasil Pengujian TVA Sebelum dan Setelah <i>Stock split</i>	48
Tabel 6.1. Ikhtisar Rata-rata Rit dan Rata-rata ARt Sebelum dan Setelah <i>Stock Split</i> Masing-Masing Emiten	53

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 5.1. Grafik Rit dan E(Rit) Perusahaan Kecil	39
Gambar 5.2: Grafik Rit dan E(Rit) Perusahaan Besar	40
Gambar 5.3. Grafik CARt Perusahaan Kecil dan Perusahaan Besar selama Periode Penelitian	42
Gambar 5.4. Grafik SRV Sebelum dan Setelah Stock Split	45
Gambar 6.1 Grafik Perkembangan IHSG Tahun 1999-2000.....	56

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Perhitungan SRV

Lampiran 2: Perhitungan TVA

Lampiran 3: Ringkasan Hasil uji-t SRV

Lampiran 4: Ringkasan Hasil uji-t TVA

x

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Keberadaan pasar modal Indonesia dirasakan sangat penting bagi kegiatan perekonomian di Indonesia. Dengan keberadaan pasar modal di Indonesia yang optimal diharapkan bisa menjembatani hubungan antara investor yang melibatkan masyarakat sebagai penyedia dana dan perusahaan emiten sebagai pihak yang membutuhkan dana untuk membiayai operasional perusahaannya (Usman, 1992), sehingga dapat dikatakan bahwa pasar modal Indonesia dapat menjadi salah satu sumber untuk mencukupi kebutuhan modal bagi perusahaan-perusahaan yang terus mengalami peningkatan.

Dalam perkembangannya, keberadaan pasar modal di Indonesia mengalami pasang surut yang cukup berfluktuasi. Menurut Winarto (1997), perkembangan pasar modal di Indonesia tidak berlangsung kontinyu. Berlangsungnya masa kurang cerah bagi pasar modal di Indonesia terjadi cukup lama, yaitu sampai dengan berakhirnya pemerintahan Orde Lama. Kemudian, pemerintah berupaya untuk mengaktifkan dan memfungsikan pasar modal di Indonesia secara lebih optimal pada masa Orde Baru, dengan lebih dahulu membentuk BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) pada tahun 1977. Tetapi baru pada dekade kedua bursa efek berkembang pesat, yaitu setelah pemerintah mengeluarkan berbagai deregulasi di bidang ekonomi dan pasar modal pada tahun 1987-1988. Dan perkembangan pasar modal Indonesia semakin pesat setelah dilaksanakan otomatisasi perdagangan efek pada bulan Mei 1995 (Winarto, 1997).

Dewasa ini, pasar modal Indonesia kembali mengalami guncangan akibat badai krisis ekonomi dan politik yang terjadi di Indonesia dan kawasan negara-negara ASEAN. Menurut Tjiptoherijanto (1999), krisis ekonomi di Indonesia dapat dilihat dari dua perspektif, yang pertama pengaruh berhubungan dengan krisis nilai tukar yang terjadi di Thailand pada bulan Mei 1997. Yang kedua



adalah kombinasi dari krisis ekonomi dan politik di dalam negeri. Selanjutnya belum dapat diperkirakan sampai kapan krisis tersebut berlangsung.

Dengan adanya badai krisis tersebut maka perekonomian menjadi kurang bergairah dan berefek pada kelesuan transaksi di pasar modal Indonesia. Berbagai langkah proaktif terus dilakukan emiten untuk menyasati kondisi bursa yang sedang lesu tersebut, salah satunya yang marak dilakukan dewasa ini adalah melalui *stock split* (Bisnis Indonesia, 1999).

Menurut Block & Hirt (1992), tujuan utama dilakukannya *stock split* adalah untuk menempatkan saham dalam kisaran perdagangan yang lebih populer (*popular trading range*), di mana melibatkan banyak pembeli. Dengan harga saham yang terjangkau oleh investor, maka akan mendorong investor untuk melakukan transaksi atas saham tersebut. Dengan banyaknya transaksi maka likuiditas saham perusahaan tersebut diharapkan juga akan meningkat, dengan demikian harapan untuk memperoleh keuntungan semakin besar.

Sebaiknya *stock split* dilakukan ketika harga saham naik melebihi rentang optimal, karena diyakini oleh beberapa ahli keuangan bahwa suatu saham memiliki kisaran rentang optimal, dimana jika harga saham bisa berada pada rentang tersebut maka nilai perusahaan bisa dimaksimumkan. Sebagai contoh; banyak pengamat di Amerika mempercayai bahwa rentang harga paling baik bagi kebanyakan saham antara \$20 dan \$80 per lembar saham (Weston & Brigham, 1996 hal 23-26). Untuk besarnya kisaran rentang harga yang optimal tersebut sangat tergantung pada kondisi berbagai faktor yang mempengaruhi harga saham itu sendiri, baik fundamental (misalnya EPS, DPS) dan teknikal (fluktuasi harga saham), maupun non-ekonomi (seperti: faktor politis yang berkembang dalam negara tempat saham tersebut diperdagangkan).

Konrandus (1999) menulis, bahwa salah satu informasi publik yang marak dilakukan di BEJ dewasa ini adalah *stock split*. Dari hasil kompilasi menunjukkan bahwa gelombang *stock split* yang melanda BEJ tersebut merupakan terobosan baru untuk membangkitkan gairah investasi di Bursa Efek Jakarta dan merupakan strategi jangka pendek perusahaan publik untuk meningkatkan likuiditas sahamnya di lantai bursa. Tingginya tingkat likuiditas

suatu saham yang dimiliki perusahaan emiten, akan mendorong investor untuk terus melakukan transaksi, karena investor mempercayai bahwa *cash-flow*nya akan menjadi lebih baik (Bisnis Indonesia, 19 Oktober 1999).

Bagi investor, adanya *stock split* dapat dijadikan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi. Bila dianggap *stock split* mengandung isyarat bahwa emiten berusaha untuk memulihkan harga sahamnya pada rentang yang normal dan diharapkan setelah *stock split* pertumbuhan pendapatan (*return*) dan harga sahamnya kembali normal, maka hal ini dianggap sebagai penawaran yang menarik. Akibatnya, permintaan saham tersebut akan meningkat dan berarti terjadi peningkatan likuiditas saham di pasar modal. Sebaliknya, bila *stock split* dipandang investor merugikan karena menurunnya tingkat likuiditas saham, maka hal ini akan menurunkan tingkat permintaan atas saham tersebut.

Dari uraian yang telah dikemukakan tersebut, mendorong peneliti untuk mengetahui bagaimana sebenarnya dampak pengumuman *stock split* yang dilakukan dalam kurun waktu saat Indonesia sedang mengalami krisis, terhadap beberapa indikator yang biasa digunakan untuk melihat reaksi pasar. Reaksi pasar bisa tercermin dari perubahan aktivitas volume transaksi mengikuti informasi yang dipublikasikan (Hanafi, 1996), serta variabilitas tingkat keuntungan saham (Husnan dkk, 1987).

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, maka rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan variabilitas keuntungan saham (SRV) sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar ?
2. Apakah terdapat perbedaan variabilitas keuntungan saham (SRV) sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan kecil ?
3. Apakah terdapat perbedaan aktivitas volume transaksi (TVA) saham sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar ?
4. Apakah terdapat perbedaan aktivitas volume transaksi (TVA) saham sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan kecil ?

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Studi klasik pertama untuk menguji efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat, dengan menggunakan metode penelitian *event study* dilakukan oleh Fama *et al.*, (1969) dalam Jogiyanto (1998). Mereka mempelajari perilaku *abnormal return* saham secara kumulatif di seputar Januari 1927 sampai bulan Desember 1959. Mereka menemukan bahwa meskipun ada *abnormal return* 30 hari sebelum pengumuman, tetapi *abnormal return* saham setelah pengumuman sangat stabil. Hasil tersebut mengindikasikan adanya dukungan terhadap efisiensi pasar NYSE dalam bentuk setengah kuat.

Studi senada tentang *stock split* yang merupakan pengembangan studi FFJR dilakukan oleh Charest. Charest (1978) dalam Dickman dan Morse (1986) menggunakan data harian dan juga mengamati pada hari ketika *stock split* diusulkan oleh manajemen. Dia menemukan bahwa *abnormal return* hanya ada pada hari setelah *stock split* diusulkan, tetapi secara keseluruhan pasar kelihatan efisien sebagai respon terhadap *stock split*.

Grinlatt, Masulis dan Titman (1984) dalam Jogiyanto (1998) menggunakan *event stock split* diartikan bahwa pengumuman *stock split* merupakan sinyal positif terhadap aliran kas masa yang akan datang.

Copeland (1997) melakukan penelitian untuk membuktikan pengaruh peristiwa *stock split* terhadap likuiditas perdagangan saham. Digunakan sebuah model *a finite time series* dari volume perdagangan untuk sekuritas individu yang diujikan 11 tahun pada volume mingguan untuk sampel secara random dari 25 perusahaan di NYSE yang melakukan *stock split*. Dari penelitian ini diketahui bahwa ada penurunan secara tetap pada likuiditas saham mengikuti *stock split*. Argumen yang dikemukakan oleh peneliti untuk menjawab fenomena tersebut adalah bahwa *benefit* dapat diperoleh dari *stock split* yang seimbang dengan

likuiditas atau dapat mengurangi biaya likuiditas sehingga *stock split* tetap dilakukan emiten. Argumentasi lain adalah *stock split* dapat memiliki nilai seperti pesan yang meramalkan antisipasi kenaikan deviden.

Beaver (1968) melakukan penelitian di New York Stock Exchange (NYSE) pada 143 perusahaan periode 1961-1965 yaitu pengaruh pengumuman *stock split* terhadap variabelitas tingkat keuntungan saham dan total volume transaksi. Setelah adanya pengumuman, total volume transaksi mengalami kenaikan 33% dan variabilitas tingkat keuntungan saham naik 67% selama 17 minggu.

Foster (1981) melakukan penelitian pada 8 perusahaan pada periode 1963-1978 di NYSE. Pengaruh pengumuman terhadap variabilitas tingkat keuntungan, hasil akhirnya SRV mengalami peningkatan 78% dari semula, sedangkan.

Studi tentang *stock split* yang dilakukan di pasar modal Indonesia (BEJ) antara lain oleh Raharjo (1998), yang menguji pengaruh *event stock split* terhadap harga saham di BEJ. Diambil sampel 30 perusahaan dalam kurun waktu Maret 1996 – Desember 1996. Reaksi pasar modal terhadap *stock split* diuji dengan melihat *abnormal return* saat *stock split* dan uji beda rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *stock split* tidak berbeda. Secara keseluruhan disimpulkan bahwa pengumuman *stock split* tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham dan keuntungan di atas normal. Hal tersebut mengidentifikasi bahwa informasi tentang *stock split* tersebar merata di BEJ, sehingga pasar tidak dapat mengantisipasi lebih dahulu dengan adanya *stock split*.

Beberapa penelitian terdahulu tersebut menjadi bahan pertimbangan bagi peneliti dalam menyusun hipotesis, memilih variabel-variabel dan metode penelitian yang digunakan untuk meneliti lebih lanjut tentang pengumuman *stock split*. Dalam penelitian ini ditambahkan variabel independen yang diamati untuk melengkapi beberapa penelitian terdahulu, yaitu selain *return* (dengan mengamati perilaku *return*, *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*) dan risiko, juga diamati indikator variabilitas tingkat keuntungan. Berikut ini disajikan ringkasan hasil penelitian terdahulu:

Tabel 2.1.
Hasil Penelitian Terdahulu

No	Penelitian	Lokasi	Variabel Dependen	Variabel Independen	Temuan
1	Fama Fisher, Jensen, Roll (1996)	NYSE	<i>Return</i>	<i>stock split</i>	Tidak signifikan
2	Charest (1978)	NYSE	<i>Return</i>	<i>stock split</i>	Tidak signifikan
3	Grinblatt Manulis Timan (1984)	NYSE	<i>Return</i>	<i>stock split</i>	Signifikan
4	Copeland (1979)	STSE	Volume perdagangan <i>Return</i>	<i>stock split</i>	Signifikan
5	Beaver (1968)	NYSE	SRV dan TVA	<i>stock split</i>	Signifikan
6	Foster (1981)	NYSE	SRV	<i>stock split</i>	Signifikan
7	Raharjo (1998)	BEJ	<i>Return</i>	<i>stock split</i>	Tidak signifikan
8	Kusumastuti (1998)	BEJ	Nilai kapasitas pasar	<i>stock split</i>	Tidak signifikan

Terdapat beberapa perbedaan pada penelitian ini jika dibandingkan dengan beberapa penelitian sebelumnya, di mana perbedaan tersebut dimaksudkan untuk lebih melengkapi hasil analisis agar diperoleh temuan yang lebih baik. Berikut ini akan disajikan beberapa perbedaan yang terdapat dalam penelitian ini dibandingkan dengan sebelumnya.

1. Penelitian ini menggunakan event *stock split* murni, artinya emiten yang sahamnya diamati dalam penelitian ini hanya mempublikasikan pengumuman *stock split* saja sehingga tidak bersamaan dengan pengumuman lain dalam kurun kemungkinan terpengaruh oleh informasi lain yang diumumkan bersamaan dengan pengumuman *stock split*. Beberapa penelitian terdahulu (kecuali Grinblat et al., 1984) kebanyakan dilakukan penyesuaian terlebih dahulu informasi lain yang dipublikasikan bersamaan dengan *stock split*, jadi masih besar kemungkinan hasil analisis yang diperoleh terpengaruh oleh pengumuman lain yang ada di seputar *stock split*.

2. Dalam penelitian ini, sampel yang digunakan memiliki karakteristik yang hampir sama yaitu perusahaan manufaktur. Dengan demikian diharapkan tidak terjadi kesalahan spesifikasi yang timbul karena ketidakseragaman karakteristik sampel yang terpilih. Kebanyakan penelitian terdahulu menggunakan sampel dari berbagai jenis karakteristik industri (kecuali penelitian Copeland (1979) yang membedakan perusahaan dengan kinerja baik dan buruk), sehingga ada kemungkinan hasil analisis yang diperoleh terpengaruh oleh perbedaan karakteristik sampel.
3. Penelitian ini mencoba melengkapi variabel yang diamati yaitu dengan mengamati variabilitas tingkat keuntungan. Dengan demikian variabilitas tingkat keuntungan dapat mengamati dampak dari informasi yang homogen. Homogen yang dimaksud adalah nilai positif dan nilai negatif dari *abnormal return* di mana nilai tersebut saling meniadakan bila menggunakan indikator CAR.
4. Penelitian ini menggunakan jangka waktu sepuluh hari di seputar pengumuman *stock split*. Hal tersebut dimaksudkan untuk mengamati getaran peristiwa pengumuman *stock split* dalam jangka waktu yang cukup pendek agar tidak terpengaruh oleh informasi lain di seputar pengumuman.

2.2. Kajian Teoritis

2.2.1. Pendapatan Saham (*Return*)

Tujuan seseorang berinvestasi adalah untuk memperoleh pendapatan atau *return* atas harta yang diinvestasikan tersebut. Pendapatan tersebut dapat berupa penerimaan kas atau kenaikan nilai investasi. Untuk saham, penerimaan kas ada dalam bentuk deviden kas sedangkan kenaikan nilai investasi tercermin melalui kenaikan harga saham.

Pendapatan atau *return* yang diperoleh dari adanya kenaikan harga saham perusahaan pada periode dapat dihitung matematis sebagai berikut (Susiyanto, 1997):

$$R_{it} = \left(\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \right) + D_{it} \dots \dots \dots 2.1$$

Keterangan:

- P_{it} = Harga saham perusahaan i pada periode t
 $P_{i,t-1}$ = Harga saham perusahaan i pada periode $t-1$
 D = Deviden

Dalam melakukan investasi, pemodal akan memperkirakan berapa tingkat pendapatan yang diharapkan (*expected return*) atas investasinya untuk suatu periode tertentu di masa yang akan datang. Tetapi setelah periode investasinya berlalu belum tentu tingkat pendapatan yang terealisasi (*realized return*) sama dengan pendapatan lebih tinggi rendah dari *realized return*, selisih nilai keduanya dikenal sebagai *abnormal return* saham (AR). Menurut Jones (1998) secara matematis *abnormal return* dapat dihitung ;

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots 2.2$$

Keterangan:

- R_{it} = *return* saham perusahaan i pada periode t
 $E(R_{it})$ = *return* pasar dari saham perusahaan i yang diharapkan pada periode t
Return saham perusahaan i yang diharapkan periode t dapat dihitung dengan menggunakan model pasar (*single index market model*), yang dirumuskan sebagai berikut (Jones, 1998):

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt} + e_i$$

Keterangan:2.3

- R_{mt} = *return* pasar pada periode t
 e_i = residual error
 α = konstanta
 β = koefisien regresi

Untuk nilai α dan β diperoleh dengan cara melakukan regresi runtut waktu antara *return* masing-masing saham (R_{it}) dengan *return* pasar (R_{mt}) pada periode yang sama. Sedangkan *return* pasar periode t dapat diperhitungkan dari IHSG, yang dirumuskan sebagai berikut (Liljeblom, 1989):

Keterangan $\left(\frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \right) \dots\dots\dots 2.4$

$IHSG_t$ = index harga saham gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Index harga saham gabungan periode t-1.

2.2.2. Volume Perdagangan

Salah satu indikator yang dapat diketahui dengan relatif mudah oleh para investor untuk melihat reaksi pasar saham terhadap suatu informasi adalah volume perdagangan saham. Volume perdagangan saham menunjukkan jumlah saham yang ditransaksikan di bursa efek pada waktu tertentu.

Huang (1993) meyakini, bahwa apabila volume perdagangan meningkat pada saat harga menurun berarti pasar modal tersebut berada dalam keadaan *bearis*, sedangkan apabila volume perdagangan meningkat pada saat harga saham meningkat mengindikasikan pasar dalam keadaan *bullish*.

Menurut Asri (1998), pendekatan volume perdagangan dapat digunakan untuk menguji hipotesis efisiensi pasar di Indonesia yang berada antara bentuk lemah dan setengah kuat. Dalam pasar modal dengan bentuk efisiensi lemah, perubahan harga belum dapat segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga lebih relevan bila menggunakan volume perdagangan sebagai pengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa.

Trading volume activity sebagai pengukur kegiatan perdagangan saham di pasar modal dirumuskan sebagai berikut (Asri, 1998):

Jumlah saham yang diperdagangkan pada waktu t
 $TVA_{it} = \frac{\dots\dots\dots}{\dots\dots\dots} \dots\dots\dots 2.5$
 Jumlah saham i yang beredar pada waktu t

Keterangan:

TVA_{it} = aktivitas volume perdagangan saham perusahaan i pada periode t.

Copeland menyatakan bahwa, volume transaksi suatu saham ditentukan oleh tingkat kedatangan informasi per unit waktu (yang disebut aliran informasi), jumlah total pemegang saham, persentase investor yang memandang informasi

yang baru secara optimis, jumlah saham yang beredar, dan biaya-biaya transaksi. Bila beberapa dari hal tersebut berubah, dan jika pengaruhnya adalah mengurangi aktivitas transaksi, maka selisih harga jual dan harga beli (*bid-ask spread*) akan meningkat.

Pengukuran dapat dilakukan dengan menggunakan selisih kurs jual dan kurs beli (*bid-ask spread*). Pada dasarnya perubahan *spread* disebabkan oleh:

- Perubahan yang terjadi pada permintaan dan penawaran secara keseluruhan (*absolut spread*), yaitu: $(Ask_{j,t} - Bid_{j,t})$
- Perubahan yang terjadi pada harga, yaitu $[(Ask_{j,t} + Bid_{j,t}) / 2]$.

Untuk mengukur perubahan likuiditas saham yang ditunjukkan pada *spread* digunakan formulasi *relative spread*. Perhitungan *relative spread* dapat dilakukan dengan persamaan sebagai berikut:

$$RefS_{j,t} = \frac{Ask_{j,t} - Bid_{j,t}}{(Ask_{j,t} + Bid_{j,t}) / 2} \dots\dots\dots 2.6$$

Keterangan:

$RefS_{j,t}$ = Relative spread saham j pada periode t

$Ask_{j,t}$ = Kurs jual saham j pada periode t

$Bid_{j,t}$ = Kurs beli saham j pada periode t

2.2.3. Variabilitas Tingkat Keuntungan

Indikator variabilitas tingkat keuntungan (*security return variability*) digunakan untuk melihat apakah pasar secara agregat menilai informatif tidaknya suatu informasi, dalam arti apakah informasi tersebut dapat mengakibatkan perubahan pada *return*.

Menurut Husnan (1987), dengan indikator SRV maka dampak informasi yang heterogen dapat dideteksi. Heterogenitas yang dimaksudkan yaitu adanya nilai positif dan negatif dari *abnormal return*, dimana nilai tersebut menjadi saling

meniadakan apabila digunakan indikator CAR. Di samping kelebihan tersebut, terdapat kelemahan apabila menggunakan indikator SRV, yaitu arah pergerakan *abnormal return* yang tidak dapat terlihat karena semua *abnormal* dianggap positif. Variabilitas tingkat keuntungan dapat dirumuskan sebagai berikut (Asri, 1996):

$$SRV = \frac{AR_{it}^2}{V(AR_{it})} \dots\dots\dots 2.7$$

Keterangan

AR_{it} = *abnormal return* saham *i* pada saat *t*

$V(AR_{it})$ = varians dari *abnormal return* pada periode di luar pengumuman

2.2.4. Pemecahan Saham (*Stock Split*)

Pemecahan saham atau *stock split* dilakukan perusahaan publik untuk memulihkan atau memperbaiki harga saham agar berada pada rentang yang normal, seperti pernyataan Fischer dan Jordon sebagai berikut: "stock split are frequently prompted when the company's stock split has risen to a level that corporate management feels is out the 'popular trading range'. If this is so, trading volume in the share will decrease and investor interest may subside. To overcome this, management may declare a stock split".

Stock split seperti yang dikemukakan oleh Lakonishok dan Lev, dilakukan apabila emiten memiliki tingkat pertumbuhan pendapatan dan harga saham yang *unusual* atau tidak lazim. Diharapkan dengan melakukan pemecahan saham maka pendapatan dan harga saham kembali normal.

Selain bertujuan memulihkan pertumbuhan pendapatan saham, *stock split* juga dilaksanakan agar kepemilikan saham lebih merata, baik pada investor institusional maupun investor individu serta bertujuan untuk meningkatkan likuiditas saham perusahaan tersebut. Dengan melakukan pemecahan saham, maka jumlah saham yang beredar bertambah banyak dan dapat meningkatkan jumlah pemegang sahamnya setelah *stock split*, karena harga sahamnya dapat dijangkau oleh investor atau masyarakat luas, sehingga akan lebih mempopulerkan perdagangan saham tersebut di pasar modal.

Peningkatan jumlah transaksi ini akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan yang ditujukan dengan meningkatnya volume transaksi saham di pasar modal serta perbedaan antara kurs jual dan kurs beli (*bid-ask spread*) saham semakin rendah. Jones mengatakan bahwa pemecahan saham dilakukan dengan cara menerbitkan saham baru secara proporsional terhadap jumlah saham beredar.

Menurut Weston & Brigham (1996), definisi *stock split* adalah tindakan perusahaan untuk menaikkan jumlah saham yang beredar, seperti melipatduakan jumlah saham dengan menukar satu saham lama dengan saham baru yang nilainya setengah dari nilai saham lama. Pemecahan tersebut dapat dilakukan untuk berbagai ukuran, misalnya satu menjadi dua, satu menjadi tiga atau satu menjadi setengah. Setiap pemegang saham akan memiliki lebih banyak lembar saham, tetapi setiap lembarnya akan menjadi lebih kecil nilainya. Jika kemudian ternyata harga saham bergerak mantap di atas harga waktu dilakukan pemecahan maka kekayaan pemegang saham akan bertambah.

Stock split berkaitan dengan kebijakan *cash dividend* perusahaan. Pada awalnya yang mendasari pemikiran dilakukannya *stock split* adalah ketika rasio P/E normal diberlakukan, harga pasar yang diperoleh sedemikian tinggi, sehingga beberapa orang saja yang mampu membeli saham sesuai batas minimal *round lot*. Hal ini membatasi permintaan saham, sehingga mengakibatkan total nilai pasar perusahaan di bawah nilai yang seharusnya dicapai seandainya lebih banyak saham beredar meskipun dengan harga lebih rendah (Weston & Brigham, 1996).

Menurut Finnerty (1989), kebijakan *stock split* tidak mempengaruhi posisi likuiditas perusahaan, program *capital expenditure*, *leverage* maupun variabel operasi lainnya. Tetapi dengan mengurangi harga per lembar sahamnya agar berada pada kisaran perdagangan yang populer maka dapat meningkatkan aktivitas perdagangan, yang selanjutnya dapat meningkatkan likuiditas saham tersebut. Dengan meningkatnya jumlah lembar saham (juga meningkatnya aktivitas perdagangan) maka kebijakan *stock split* tersebut dapat memperluas kepemilikan saham perusahaan. Meskipun *stock split* tidak seperti kebanyakan pembayaran *cash dividen*, yaitu tidak mempengaruhi secara langsung *cash flow* dan struktur modal perusahaan, tetapi kebanyakan studi keuangan membuktikan

bahwa ada reaksi positif dari harga saham sebagai respon terhadap pengumuman-pengumuman tersebut.

2.2.5. Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Pendapatan Saham

Ukuran perusahaan menunjukkan besar atau kecilnya kekayaan (*assets*) yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu, perlu mengetahui ukuran perusahaan supaya dapat membedakan secara kuantitatif antara perusahaan besar dan perusahaan kecil. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan total aktiva perusahaan (Jogiyanto, 1998). Besar atau kecil suatu perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan manajemen dalam mengoperasikan perusahaan, dengan berbagai situasi dan kondisi yang dihadapinya. Kemampuan perusahaan tersebut dapat mempengaruhi pendapatan sahamnya. Adanya hubungan antara ukuran perusahaan dengan pendapatan saham ditegaskan oleh Schwert (1992), yang menyatakan: "...the association between firm size and average return is about as strong as the association between risk and average return."

Menurut Riyanto (1984), bahwa suatu perusahaan besar dengan saham tersebar sangat luas, perluasan saham akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilang atau tergesernya kontrol dari pihak dominan dari perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya, perusahaan kecil yang sahamnya hanya tersebar di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang paling besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan bersangkutan. Dengan demikian pada perusahaan besar yang sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham-saham dalam memenuhi kebutuhan dananya dibandingkan perusahaan kecil.

Di samping itu Kolb (1986) mengungkapkan bahwa:

"Smaller firms tend to have greater rates of earnings growth than larger firms. This is generally the case because small firms tend to be situated in new industries where growth opportunities are greater anyway. Also, as firm grow, they tend to diversify in to other product lines. One result of diversification is to limit growth since the growth of the hole firms will

depend on the growth of the relationship among the growth rates for the different sectors.

Pendapat di atas dapat menjelaskan bahwa perusahaan yang lebih kecil cenderung mempunyai pertumbuhan laba yang lebih tinggi dibanding perusahaan besar. Pertumbuhan laba tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan yang dapat dicerminkan oleh pendapatan saham. Dapat dikatakan bahwa perusahaan kecil menghasilkan pendapatan saham lebih besar dibanding perusahaan besar.

2.2.6. Pengaruh Pengumuman *Stock split* terhadap Pendapatan Saham

Informasi memiliki nilai apabila informasi tersebut menyebabkan perubahan pengharapan tentang hasil suatu peristiwa. Suatu informasi dikatakan memiliki *information content* jika informasi tersebut mampu mendorong investor bereaksi untuk menjual atau membeli saham, yang berakibat pada naik turunnya harga suatu saham. Reaksi investor terjadi akibat adanya informasi yang mampu mengubah persepsi investor untuk mengambil sikap membeli, menjual ataupun menahan saham. Persepsi investor tersebut berkaitan dengan prospek harga saham di masa yang akan datang.

Informasi yang diterima oleh investor akan menjadi bahan masukan untuk menilai bagaimana prospek saham di masa yang akan datang. Jika prospek suatu saham baik, maka investor akan membeli atau menahan saham tersebut. Sebaliknya, jika investor memandang bahwa adanya informasi tertentu dapat menyebabkan harga suatu saham mengalami penurunan, maka investor itu akan menahan pembelian saham tersebut atau menjualnya untuk menghindari kerugian.

Pengumuman adanya *stock split* perusahaan merupakan informasi yang diterima oleh investor. Terhadap adanya pengumuman *stock split* tersebut sangat mempengaruhi harga saham perusahaan yang bersangkutan di lantai bursa. Selama ini, pengumuman *stock split* selalu dianggap sebagai sinyal yang positif karena sebagian besar perusahaan yang melakukan *stock split* selalu dianggap merupakan perusahaan yang mempunyai kinerja baik dalam arti memiliki prospek yang bagus di masa depan. Hal ini merupakan sentimen positif bagi investor,

akibat permintaan saham perusahaan yang melakukan *stock split* akan meningkatkan harga sahamnya diantai bursa.

Di sisi lain, jika investor beranggapan bahwa perusahaan yang melakukan *stock split* tersebut sebenarnya tidak mempunyai prospek baik namun mencoba memberikan sinyal tidak valid lewat publikasi *stock split*, maka hal ini merupakan sentimen negatif bagi para investor. Hal ini akan mengakibatkan penurunan harga saham perusahaan yang bersangkutan.

Perubahan harga saham perusahaan, baik berupa kenaikan ataupun penurunan sebagai akibat informasi tertentu, diukur dengan menggunakan pendapatan *abnormal* saham. Jika suatu pengumuman *stock split* dianggap mempunyai kandungan informasi, maka akan memberikan pendapatan *abnormal* saham kepada pasar. Sebaliknya, jika pengumuman tersebut dianggap tidak mengandung informasi dalam arti tidak menjadi perubahan harga yang signifikan, maka tidak akan memberikan pendapatan *abnormal* saham kepada pasar.

2.2.7. *Information Content* dan *Stock split*

Pengumuman *stock split* dapat membawa muatan informasi bagi seorang investor, khususnya berhubungan dengan keputusan investasi di pasar saham. Apabila informasi tersebar tidak merata di pasar (ada asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan emiten dan investor), maka pasar akan bereaksi terhadap informasi yang disampaikan oleh pihak manajemen perusahaan sebagai sinyal adanya peristiwa tertentu yang terkandung dalam informasi.

Menurut (Finnerty, 1989), *stock split* dapat berperan seperti sebuah pemberitaan pers, bahwa dengan *stock split* berarti kepercayaan manajemen lebih menguat tentang bagusnya prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dari berbagai studi keuangan (khususnya yang mengambil kesimpulan bahwa terjadi reaksi harga yang positif pada hari sekitar *stock split*) menunjukkan bahwa hasilnya konsistensi dengan *signalling effect*, di mana saham tersebut setelah *stock split* menjadi *undervalued* dan seharusnya dihargai lebih tinggi. Tentunya, perusahaan akhirnya memberi tambahan *earning* jika sahamnya menjadi bernilai lebih tinggi.

Diasumsikan dalam *signalling hipotesis*, bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai tanda bagi perkiraan manajemen atas laba perusahaan (Weston & Brigham, 1996). Apabila suatu saham mengalami perubahan dalam kebijakan pembagian dividen maka dianggap pula bahwa akan terjadi perubahan pada laba.

2.2.8. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi *Information Content*

1. Harapan pasar modal tentang isi informasi dan waktu pengumuman. Faktor – faktor penting yang mempengaruhi harapan pasar modal adalah tersedianya sumber informasi yang lengkap. Kelengkapan informasi seperti pengumuman laporan keuangan, pembagian deviden, investasi dan lain sebagainya.
2. Implikasi informasi untuk distribusi pendapatan pada masa yang akan datang.
3. Pada umumnya lebih besar perubahan *cash flow* maka lebih besar revaluasi harga saham yang dikeluarkan seperti yang dikemukakan salah satu presiden “Cibola Energy Corporation and the Big Bang Theory “ sebagai berikut:

“Why invest in a small, publicly trade oil company today, I know of only one reason the Big Bang Theory. A small company has the potential for explosive growth if it discovers a large oil or gas field on its acreage. On the other, a large company usually will not be substantially affectect by such a discovery because of the smaller relatif impact in proportion to it total reserves.”
4. Kredibilitas sumber informasi. Pada umumnya semakin besarnya pengaruh sumber informasi maka semakin besar pula implikasi revaluasi. Informasi tersebut mungkin menanyakan beberapa pandangan yang bertujuan untuk memperbaiki informasi yang dikeluarkan.

BAB III

TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

3.1. Tujuan Penelitian

Dari perumusan masalah dan latar belakang di atas, penelitian ini bertujuan untuk menilai reaksi pasar modal Indonesia terhadap peristiwa *stock split*. Secara khusus tujuan penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut:

1. Meneliti perbedaan variabilitas tingkat keuntungan sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar.
2. Meneliti perbedaan variabilitas tingkat keuntungan sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan kecil.
3. Meneliti adanya perbedaan aktivitas volume transaksi saham sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar.
4. Meneliti adanya perbedaan aktivitas volume transaksi saham sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan kecil.

3.2. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan bisa memberikan manfaat untuk pihak-pihak yang berkepentingan diantaranya:

1. Bagi investor dan pelaku pasar diharapkan penelitian bermanfaat untuk memberikan referensi tentang kandungan informasi mengenai *stock split*.
2. Sebagai bahan pertimbangan bagi emiten, investor maupun pelaku pasar modal lain di Indonesia, untuk membuat keputusan ekonomi yang berkaitan dengan adanya peristiwa *stock split*.
3. Sedangkan bagi penulis, dengan mengetahui dampak peristiwa *stock split* terhadap pelaku pasar khususnya dengan pendekatan return, variabilitas tingkat

keuntungan dan aktifitas perdagangan bisa menjadi bahan kajian bahan perbandingan antara teoritis dan pengaplikasian.

3.3. Hipotesis

Berdasarkan tinjauan teoritis dan perumusan masalah yang telah dikemukakan terdahulu maka hipotesis yang dapat diambil dalam jangka waktu pengamatan selama sepuluh hari di sekitar pengumuman *stock split* sebagai berikut:

1. Variabilitas keuntungan saham sebelum *stock split* berbeda dengan variabilitas keuntungan saham sesudah diadakannya *stock split* pada perusahaan besar.
2. Variabilitas keuntungan saham sebelum *stock split* berbeda dengan variabilitas keuntungan saham sesudah diadakannya *stock split* pada perusahaan kecil.
3. Aktivitas volume transaksi sebelum *stock split* berbeda dengan aktivitas volume transaksi sesudah *stock split* pada perusahaan besar.
4. Aktivitas volume transaksi sebelum *stock split* berbeda dengan volume transaksi sesudah *stock split* pada perusahaan kecil.

BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1. Identifikasi Variabel

Berdasarkan rumusan masalah dan hipotesis yang diajukan, maka variabel-variabel yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah

- a. Variabilitas tingkat keuntungan (SRV)
- b. Aktivitas volume transaksi (TVA)

4.2. Definisi Operasional

Definisi operasional dari masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

- a. Variabilitas tingkat keuntungan (SRV), merupakan SRV dari masing-masing kategori perusahaan besar dan kecil. SRV dari masing-masing kelompok perusahaan merupakan perbandingan kuadrat *average abnormal return* (AR_{it}) dengan *variance* AR_{it} . SRV dicari dengan rumus (Asri, 1996):

$$SRV = \frac{AR^2_{it}}{V(AR_{it})}$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada saat t

$V(AR_{it})$ = *variance* dari *abnormal return* pada periode di luar pengumuman.

Dari rumus SRV, maka langkah-langkah dalam menghitung SRV adalah sebagai berikut:

1) Menghitung *abnormal return*.

Abnormal return saham merupakan selisih antara *actual return* dan *expected return*, dirumuskan sebagai berikut (Jones, 1997):

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

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return*

R_{it} = Pendapatan saham i pada periode t

$E(R_{it})$ = Pendapatan saham i pada periode t yang diharapkan.

R_{it} dicari dengan rumus (Susiyanto, 1997):

$$R_{it} = \left(\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \right)$$

Sementara $E(R_{it})$ dihitung dengan menggunakan pendekatan *single index market model* yaitu (Jones, 1997), yaitu:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt} + E_i$$

Keterangan:

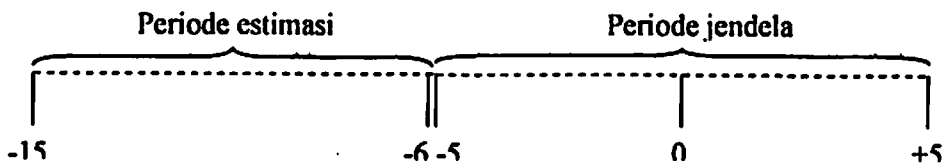
α dan β , merupakan hasil regresi antara R_{it} dan R_{mt} terdahulu.

α menunjukkan intersep

E_i merupakan residual *return* atau AR

Pengamatan penggunaan periode waktu selama 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman *stock split*, hal tersebut dilakukan untuk melihat dan membandingkan getaran *stock split* dalam waktu yang berbeda. Penggunaan periode jendela selama 5 hari tersebut dianggap layak, sebab penggunaan periode yang terlalu panjang akan rawan terhadap kemungkinan bias dalam melihat pengaruh dari *stock split* sendiri, karena kemungkinan besar terpengaruh oleh publikasi informasi yang lain. Apabila selama periode pengamatan ada pengumuman lain yang dipublikasikan oleh perusahaan bersamaan dengan pengumuman *stock split*, maka perusahaan tidak diambil sebagai sampel.

Berikut ini digambarkan periode waktu pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini:



Sedangkan untuk mencari nilai R_{mt} atau market return dihitung dari IHSG yang menunjukkan index harga saham seluruh saham yang

diperjualbelikan di BEJ. Secara matematis dirumuskan sebagai berikut (Liljeblom, 1989):

$$R_{mi} = \left(\frac{IHSI_{it} - IHSI_{it-1}}{IHSI_{it-1}} \right)$$

Untuk mengetahui *return* yang diperoleh selama periode penelitian (periode jendela), digunakan parameter *cumulative average abnormal return* (CAAR). Rata-rata kumulatif *abnormal return* adalah penjumlahan AR_{it} selama periode pengamatan (10 hari di seputar *stock split*) dibagi dengan jumlah sampel (Jones, 1998):

$$CAAR = \frac{\sum AR_{it}}{N}$$

2) Menghitung *variance abnormal return* (σ^2_{AR})

c. *Trading volume activity* (TVA) adalah reaksi pasar yang mencerminkan pergerakan volume perdagangan pada hari seputar *stock split*. TVA dicari dengan rumus (Asri dan Setyawan, 1998) :

$$TVA_{it} = \frac{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

4.3. Jenis dan Sumber Data

Semua data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) atau sumber data lainnya dalam bentuk laporan keuangan, jurnal dan majalah. Jenis data yang dipakai adalah pendapatan saham, aktivitas volume transaksi dan variabilitas tingkat keuntungan.

4.4. Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini, jangka waktu penelitian difokuskan pada saat perekonomian di Indonesia sedang mengalami krisis. Asumsi kondisi krisis tersebut didasarkan atas hasil penelitian Tjiptoherjanto (1999), bahwa Indonesia mengalami krisis mulai bulan Mei 1997 dan diperkirakan masih terus berlangsung

sampai jangka waktu yang belum bisa diperkirakan. Periode peristiwa (*event period*) merupakan jangka waktu yang digunakan untuk melakukan pengukuran dampak *stock split* terhadap beberapa variabel antara lain *return*, variabilitas *return*, dan aktivitas perdagangan saham.

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan telah melakukan pemecahan terhadap sahamnya. Penentuan sample dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu pengambilan sample yang dengan maksud untuk mencapai batasan atau tujuan tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian. Penentuan sampel menggunakan kriteria:

- a. Melakukan publikasi *stock split* selama periode 1 Januari 1999 sampai 31 Desember 2001.
- b. Perusahaan yang melakukan *stock split* terbebas dari pengaruh *corporate action* lainnya, seperti akuisisi, *bonus*, *share*, *tender*, *offer*, dan sejenisnya dalam kurun waktu 1 bulan sejak tanggal pengumuman *stock split*.
- c. Dalam menentukan klasifikasi ukuran perusahaan (*Firm Size*), menjadi perusahaan besar dan perusahaan kecil, digunakan kriteria rata-rata aset menurut total sampel per Desember 1999. Perusahaan yang memiliki aset > rata-rata sampel diklasifikasikan menjadi perusahaan besar, sebaliknya perusahaan yang memiliki aset < rata-rata sampel diklasifikasikan sebagai perusahaan kecil.

4.5. Prosedur Pengumpulan Data

Adapun Prosedur pengumpulan data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. Survei Pendahuluan

Dalam survei ini dilakukan studi kepustakaan dengan fokus pada pencarian atau pengumpulan informasi yang berhubungan dengan masalah yang akan dibahas serta alternatif pemecahannya pada bagian yang terkait di BEJ.

b. Pengumpulan Data

Pengumpulan data sekunder terdiri dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta, sejalan dan perkembangan perusahaan yang seluruhnya diambil dengan menggunakan teknik dokumentasi.

4.6. Teknik Analisis

Untuk menguji hipotesis penelitian ini, digunakan teknik statistik parametrik dengan metode uji beda rata-rata dari dua kelompok sampel yang berpasangan (*paired two sample for means test*). Ada beberapa analisis dalam penelitian ini meliputi analisis aktivitas volume transaksi dan variabilitas tingkat keuntungan saham, serta isi/kandungan informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan besar dan kecil. Tahapan yang ditempuh adalah :

1. Menentukan perusahaan dengan ukuran besar dan ukuran kecil dengan cara menghitung rata-rata aset perusahaan. Perusahaan dengan aset di atas rata-rata dikategorikan dalam perusahaan ukuran besar, sedangkan perusahaan dengan aset di bawah rata-rata dikategorikan sebagai perusahaan dengan ukuran kecil.
2. Menentukan periode estimasi yang akan digunakan untuk menghitung besarnya estimasi para meter alpha dan beta tiap-tiap saham. Dalam periode ini di gunakan masa estimasi 20 hari sebelum masa uji.
3. Menetapkan lamanya periode uji, yang di sebut pula dengan *event period*, yaitu periode pengamatan perubahan harga saham sehubungan dengan adanya *event* yang diteliti, dalam hal ini adalah pengumuman *stock split* perusahaan. Dalam penelitian ini, masa uji ditetapkan selama 10 hari sesudah pengumuman *stock split* (seputar *event dates*). Lamanya masa uji ini didasarkan pada pertimbangan bahwa dalam periode waktu tersebut cukup untuk menangkap peluang terjadinya kebocoran informasi sebelum diumumkan di media massa.
4. Menghitung pendapatan aktual saham selama periode estimasi dan periode uji dengan menggunakan persamaan (2.1).
5. Menghitung pendapatan pasar dengan menggunakan persamaan (2.4)

6. Menghitung besarnya parameter alpha (α) dan beta (β) untuk masing-masing saham dengan menggunakan *single index* model, dengan cara meregresikan R_{it} sebagai variabel tergantung dengan R_{mt} sebagai variabel bebas selama periode estimasi. Hal ini dilakukan dengan meregresikan persamaan (2.3).
7. Menghitung pendapatan saham yang diharapkan pada periode uji dengan menggunakan nilai alpha (α) dan beta (β) yang telah dihitung sebelumnya, sedangkan pendapatan pasar yang digunakan adalah pendapatan pasar selama periode uji.
8. Menghitung *abnormal return* dengan cara mengurangi pendapatan saham aktual dengan pendapatan saham yang diharapkan tersebut selama periode uji. Pendapatan saham *abnormal* yang ada merupakan reaksi pasar terhadap suatu event atau peristiwa, yang di peroleh melalui rumus (2.2).
9. Menghitung *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* keseluruhan sampel perusahaan pada hari t ($CAAR_t$).
10. Menghitung SRV dengan menggunakan rumus (2.6).
11. Menghitung TVA dengan menggunakan rumus (2.5).
12. Melakukan uji hipotesis
13. Menguji hipotesis

Pengujian ini digunakan untuk melihat adanya ketidakpastian atau *asymmetric information* (Husnan, 1987). Langkah-langkah yang digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis tersebut adalah sebagai berikut :

 - a. Hipotesis I
 - 1). Hipotesis Statistik

H_0 : SRV sebelum = SRV sesudah (tidak terdapat perbedaan antara variabilitas keuntungan sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan besar.

H_1 : SRV sebelum \neq SRV sesudah (variabilitas tingkat keuntungan sebelum *stock split* berbeda dengan variabilitas tingkat keuntungan sesudah *stock split* pada perusahaan dengan ukuran besar).

2). Menentukan *level of significant* (α) sebesar 5%

3). Menghitung t hitung dengan rumus :

$$t_{hitung} = \frac{SRV_{sebelum} - SRV_{sesudah}}{\sqrt{\frac{\sigma^2_{sebelum} + \sigma^2_{sesudah}}{n}}}$$

4). Pengambilan keputusan

Apabila signifikansi (p) $< \alpha$, maka H_0 ditolak

Apabila signifikansi (p) $> \alpha$, maka H_0 gagal ditolak

b. Hipotesis 2

1). Hipotesis Statistik

H_0 : SRV sebelum = SRV sesudah (tidak terdapat perbedaan antara variabilitas tingkat keuntungan sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan dengan ukuran kecil).

H_2 : SRV sebelum \pm SRV sesudah (variabilitas tingkat keuntungan sebelum *stock split* berbeda dengan variabilitas tingkat keuntungan sesudah *stock split* pada perusahaan kecil).

2). Menentukan *level of significant* (α) sebesar 5%

3). Menghitung t hitung dengan rumus :

$$t_{hitung} = \frac{SRV_{sebelum} - SRV_{sesudah}}{\sqrt{\frac{\sigma^2_{sebelum}}{n} + \frac{\sigma^2_{sesudah}}{n}}}$$

4). Pengambilan keputusan

Apabila signifikansi (p) $< \alpha$, maka H_0 ditolak

Apabila signifikansi (p) $> \alpha$, maka H_0 gagal ditolak

c. Hipotesis 3

1). Hipotesis Statistik

H_0 : TVA sebelum = TVA sesudah (tidak terdapat perbedaan antara TVA sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan dengan ukuran besar).

H_3 : TVA sebelum \pm TVA sesudah (TVA sebelum *stock split* berbeda dengan TVA sesudah *stock split* pada perusahaan besar).

2). Menentukan *level of significant* (LOS) sebesar 5%

$$t_{hitung} = \frac{TVAs_{sebelum} - TVAs_{sesudah}}{\sqrt{\frac{\sigma^2_{sebelum} + \sigma^2_{sesudah}}{n}}}$$

3). Pengambilan keputusan

Apabila signifikansi (p) $< \alpha$, maka H_0 ditolak

Apabila signifikansi (p) $> \alpha$, maka H_0 gagal ditolak

b. Hipotesis 4

1). Hipotesis Statistik

H_0 : TVA sebelum = TVA sesudah (tidak terdapat perbedaan antara TVA sebelum dan sesudah *stock split* pada perusahaan dengan ukuran kecil).

H_4 : TVA sebelum \pm TVA sesudah (TVA sebelum *stock split* berbeda dengan TVA sesudah *stock split* pada perusahaan kecil).

2). Menentukan *level of significant* (LOS) sebesar 5%

$$t_{hitung} = \frac{TVAs_{sebelum} - TVAs_{sesudah}}{\sqrt{\frac{\sigma^2_{sebelum} + \sigma^2_{sesudah}}{n}}}$$

3). Pengambilan keputusan

Apabila signifikansi (p) $< \alpha$, maka H_0 ditolak

Apabila signifikansi (p) $> \alpha$, maka H_0 gagal ditolak.

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS

5.1. Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Pasar modal di Indonesia sudah dikenal sejak jaman kolonial. Untuk mengetahui perkembangan pasar modal, dapat dikelompokkan dalam tiga periode, yaitu periode I (1912-1940/masa kolonial Belanda), periode II (1952-Awal 1960-an), dan periode III (1977-sekarang).

5.1.1. Periode I (1912-1940)

Pasar modal di Indonesia pertama kali didirikan di Batavia tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor de Effecten Handel* yang kehadirannya hanya merupakan perwakilan dari bursa Amsterdam.

Kemajuan ekonomi Indonesia pada saat itu mendorong ekspansi bursa ke Surabaya tanggal 11 Januari 1925 dan di Semarang tanggal 1 Agustus 1925. Kegiatan di bursa pada saat itu masih didominasi oleh asing. Hal ini dikarenakan daya beli dan penghasilan penduduk Indonesia masih relatif rendah.

Pada tahun 1939, setelah Jerman memulai Perang Dunia II, Belanda yang merasakan gentingnya situasi di Pasifik segera menutup bursa Semarang dan Surabaya. Tindakan serupa juga dilakukan terhadap bursa Jakarta pada tanggal 10 Mei 1940. Dengan demikian bursa Jakarta pada periode I hanya berumur 28 tahun.

5.1.2. Periode II (1952-Awal 1960-an)

Pada tanggal 1 September 1951, setelah adanya pengakuan kedaulatan dari pemerintah Hindia Belanda, pemerintah mengeluarkan undang-undang darurat No. 13 tentang bursa untuk mengaktifkan kembali bursa efek di Indonesia (yang kemudian diundangkan sebagai Undang-undang No. 15 tahun 1952). Pada tanggal 3 Juni 1952 Bursa Efek Jakarta dibuka kembali dan pengelolaannya diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE), dibawah pengawasan Bank Indonesia. Tujuan pembukaan kembali Bursa Efek Jakarta adalah untuk menampung

efek-efek perusahaan yang dijual ke luar negeri, terutama ke negeri Belanda. Selain itu juga untuk menampung perdagangan obligasi yang diterbitkan pemerintah pada tahun 1950.

Bursa Efek Jakarta periode II ini berumur sekitar sepuluh tahun sejak 1952 dan lenyap secara diam-diam tanpa penutupan yang resmi pada masa Manipol. Penutupan ini dilakukan karena situasi politik dan keadaan perekonomian yang memburuk.

5.1.3. Periode III (1977-Sekarang)

Pada tanggal 10 Agustus 1977, Presiden RI secara resmi membuka kembali pasar modal di Indonesia yang ditandai dengan *go public* PT Semen Cibinong. Sejak saat itu bursa efek terus berkembang dengan diberikannya beberapa kemudahan oleh pemerintah dalam pelaksanaan bursa efek. Dasar hukum pemberlakuan bursa saat itu Keppres No. 52/1976 tentang Pasar Modal tanggal 28 Mei 1976. Keputusan Presiden tersebut berisi antara lain:

1. Membentuk Badan Pembina Pasar Modal, Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam), dan PT Danareksa (PP N0. 25 tahun 1976).
2. Memberikan keringanan perpajakan kepada perusahaan yang akan *go public*, pembeli saham, atau bukti penyertaan modal.
3. Menetapkan peraturan permainan di Bursa Efek Indonesia.

PT Danareksa mengemban tugas sebagai stabilisator dan *protector* bagi investor kecil. PT Danareksa akan bertindak sebagai penjamin emisi dan *trustee* bagi investor kecil, melalui penjualan *unit trust* atau *mutual fund* dari saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Bursa Efek Jakarta selama periode III (1977-1988) ini ditandai dengan ciri pengendalian oleh PT Danareksa, sehingga mempengaruhi dinamika pasar. Keadaan ini tentu saja tidak menarik bagi para investor yang menginginkan *capital gain* dari fluktuasi harga.

Perkembangan Bursa Efek Jakarta jika diukur dari jumlah perusahaan yang *go public* dan nilai volume perdagangan, dapat dikatakan sangat lambat. Hal ini selain disebabkan oleh ketatnya campur tangan pemerintah, juga karena adanya saingan dari suku bunga deposito. Faktor iainnya adalah sifat tertutup dari perusahaan keluarga di

Indonesia, sehingga walaupun dirangsang dengan *tax holiday*, tetap enggan menjual saham melalui Bursa Efek Jakarta.

Sampai tahun 1983, pasar modal berkembang dengan lambat, bahkan pada tahun 1983-1987 pasar modal mengalami stagnasi. Kondisi demikian banyak disebabkan oleh hambatan-hambatan yang dialami pelaku pasar modal antara lain:

1. Adanya persyaratan laba minimal 10% dari modal sendiri bagi perusahaan yang ingin *go public*, persyaratan ini merupakan kendala bagi perusahaan yang akan *go public*.
2. Ketatnya prosedur emisi efek.
3. Adanya pembatasan fluktuasi harga saham (maksimum 4%) dari harga pembukaan dalam satu hari perdagangan, menyebabkan investor yang biasanya mengharapkan *return* saham dari *capital gain* dan dividen hanya dapat mengandalkan dari dividen saja.
4. Pengenaan pendapatan pajak atas dividen, sementara bunga deposito bebas pajak sehingga investor lebih banyak menginvestasikan pada sektor perbankan.

Menyadari hambatan-hambatan dalam perkembangan pasar modal, pemerintah meluncurkan serangkaian paket deregulasi, meliputi:

1. Pakdes 1987 (Paket Kebijakan Desember 1987) yang mengatur penyederhanaan proses penerbitan saham/obligasi, mengizinkan pemodal asing untuk berpartisipasi dalam pasar modal hingga menguasai 49% saham, memperkenalkan saham atas unjuk, dihapuskan ketentuan batas maksimum fluktuasi harga 4%, dan memperkenalkan bursa paralel.
2. Pakto 1988 (Paket Kebijakan Oktober 1988) tentang pajak bunga deposito sebesar 15%, penetapan *legal lending limit* yang membatasi pemberian kredit oleh bank kepada nasabah, dan penetapan *capital adequacy ratio* bagi bank.
3. Pakdes 1988 (Paket Kebijakan Desember 1988) yang berisi ketentuan *company listed*, kesempatan bagi perusahaan swasta nasional untuk menyelenggarakan bursa swasta, penentuan besarnya *fee* diserahkan kepada tiap pihak untuk merundingkannya, dan hak prioritas PT Danareksa untuk membeli saham dalam emisi dikurangi sehingga tidak lagi sebesar 50%.

4. Dibukanya ijin investor asing untuk membeli saham di bursa. Kebijakan ini dituangkan dalam Keputusan Menteri Keuangan No.1055/KMK.013/1989 tentang Pembelian Saham oleh Pemodal Asing melalui Pasar Modal.
5. Diubahnya fungsi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dari penyelenggara bursa berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan No. 1199/KMK.010/1991. Selain itu pemerintah membentuk lembaga-lembaga baru seperti Lembaga Kliring Penyelesaian dan Penyimpanan (LKPP), reksadana dan aturan manajer investasi.

Kepastian hukum bagi pelaku pasar modal dirasa masih kurang untuk mengatur dan melindungi kepentingan pelaku pasar modal, terutama investor. Dasar hukum pelaksanaan pasar modal setelah diaktifkan kembali tahun 1977, seperti Keppres No. 52/1976 tentang Pasar Modal tanggal 28 Mei 1976 dan Keputusan Menteri Keuangan RI No. 1548/KMK/90 tahun 1990 tentang Peraturan Pasar Modal, dianggap masih belum cukup. Oleh karena itu untuk memberi kepastian hukum bagi pelaku pasar modal dan serta mendukung pengembangan pasar modal di Indonesia, Pemerintah bersama DPR menyusun Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal tanggal 8 November 1995. UU tersebut efektif berlaku per 1 Januari 1996. Adanya UU ini, maka mekanisme transaksi bursa efek di Indonesia beserta lembaga-lembaga penunjangnya memperoleh kepastian hukum dalam menjalankan usahanya.

Krisis ekonomi yang mendera Indonesia sejak pertengahan tahun 1997, yang ditandai dengan semakin merosotnya nilai tukar rupiah terhadap USD berdampak negatif terhadap pasar modal Indonesia. Isu *capital outflows* dari pelaku usaha domestik, semakin memperburuk perekonomian Indonesia, yang sebenarnya justru memerlukan modal asing masuk untuk memperbaiki kondisi perekonomian nasional.

Untuk merangsang agar modal asing semakin besar masuk ke pasar modal Indonesia, pemerintah mengambil kebijakan yang sangat liberal. Melalui Surat Keputusan Menteri Keuangan No. 455/KMK/01/1997, tanggal 3 September 1997, pemerintah menghapus ketentuan pembatasan modal asing yang sebelumnya hanya diperkenankan maksimal 49% menjadi 100% untuk semua jenis saham.

Selain regulasi makro yang diambil pemerintah, manajemen Bursa Efek Jakarta juga terus melakukan perbaikan teknis untuk mempermudah transaksi. Pada tanggal 22 Mei 1995 sistem perdagangan otomatis atau JATS (*Jakarta Automated*

Trading System) mulai dioperasikan di Bursa Efek Jakarta. Otomatisasi ini mensejajarkan Bursa Efek Jakarta dengan bursa dunia dan sejak JATS diterapkan, terjadi peningkatan yang cukup berarti dalam frekuensi dan volume perdagangan.

Kebijakan-kebijakan yang telah diambil pemerintah, seperti diuraikan di atas tidak lain dimaksudkan untuk mendukung perkembangan pasar modal di Indonesia. Perkembangan suatu pasar modal dapat dilihat dari aktivitas transaksi, yaitu volume perdagangan, nilai perdagangan, dan kapitalisasi pasar serta jumlah emiten. Kapitalisasi pasar merupakan ukuran yang sangat penting, karena mencerminkan nilai pasar dari saham-saham yang tercatat dan likuiditas pasar modal. Perkembangan pasar modal di Indonesia dapat dilihat dari perkembangan transaksi dan emiten pada Bursa Efek Jakarta tahun 1985-2001, seperti tampak pada Tabel 5.1.

Dari Tabel 5.1, diketahui bahwa tahun 1989-1990, merupakan kondisi *booming* bagi pasar modal Indonesia. Dimulai dari bertambahnya perusahaan yang *go public* dari 24 menjadi 56 perusahaan tahun 1989 atau naik 133%, diikuti kenaikan yang sangat tinggi pada volume perdagangan, nilai perdagangan dan kapitalisasi pasar. Volume perdagangan pada tahun 1989 naik 1.279,29% dari 6,95 juta lembar saham tahun 1988 menjadi 95,79 juta lembar saham; nilai perdagangan naik 3.052,04% dari Rp 30,59 milyar tahun 1988 menjadi Rp 964,27 milyar; dan kapitalisasi pasar naik 859,28% dari Rp 449,24 milyar tahun 1988 menjadi Rp 4.309,44 milyar. Tahun 1990 volume perdagangan naik 633,45% menjadi 702,59 juta lembar saham; nilai perdagangan naik 658,22% menjadi Rp 7.311,29 milyar; dan kapitalisasi pasar naik 229,20% menjadi Rp 14.186,63 milyar. Hal ini menunjukkan bahwa deregulasi bidang ekonomi (Pakdes 1987, Pakto 1988, dan Pakdes 1988) berdampak positif terhadap perkembangan pasar modal Indonesia periode 1989-1990.

Tabel 5.1.
Perkembangan Transaksi pada BEJ Tahun 1985-2001

Tahun	Volume Perdagangan (Juta lembar)	Perubahan (%)	Nilai Perdagangan (Rp milyar)	Perubahan (%)	Kapitalisasi Pasar (Rp milyar)	Perubahan (%)	Peru- Sahaan Listing	Peru- bahan (%)
1985	1,89		3,21		89,33		24	
1986	1,43	-24,34	1,82	-43,30	94,23	5,49	24	0,00
1987	2,52	76,22	5,18	184,62	100,10	6,23	24	0,00
1988	6,95	175,79	30,59	490,54	449,24	348,79	24	0,00
1989	95,79	1278,27	964,27	3052,24	4.309,44	859,27	56	133,33
1990	702,59	633,47	7.311,29	658,22	14.186,63	229,20	122	117,86
1991	1.007,92	43,46	5.778,25	-20,97	16.435,89	15,85	139	13,93
1992	1.706,27	69,29	7.953,30	37,64	24.839,45	51,13	153	10,07
1993	3.844,03	125,29	19.086,24	139,98	69.299,60	178,99	172	12,42
1994	5.292,58	37,68	25.482,80	33,51	103.835,24	49,84	217	26,16
1995	10.646,44	101,16	32.357,50	26,98	152.246,46	46,62	238	9,68
1996	29.527,73	177,35	75.729,89	134,04	215.026,10	41,24	253	6,30
1997	76.599,17	159,41	120.385,17	58,97	159.929,86	-25,62	282	11,46
1998	90.620,53	18,30	99.684,70	-17,20	175.728,98	9,88	288	2,13
1999	178.486,58	96,96	147.879,99	48,35	451.814,92	157,11	277	-3,82
2000	134.351,33	-24,73	122.774,76	-16,98	256.620,96	-43,20	287	3,61
2001	148.381,31	10,44	97.522,82	-20,57	239.258,73	-6,77	316	10,10

Sumber: JSX Statistics 2002

Episode positif pasar modal Indonesia terus berlanjut hingga tahun 1996, meskipun nilai perdagangan sempat tumbuh negatif pada tahun 1991, yaitu turun 20,97% menjadi Rp 5.778,25 milyar, namun indikator yang lain seperti volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan jumlah emiten terus meningkat. Sebelum krisis ekonomi terjadi, dari tahun 1991-1996, jumlah emiten naik lebih dari hampir 2 kali lipat dari 139 perusahaan menjadi 253 dan kapitalisasi pasar meningkat 1.308,27% menjadi Rp 215.026,10 milyar. Kapitalisasi pasar sebesar Rp 215.026,10 milyar

tahun 1996, merupakan yang terbesar sebelum masa krisis. Indikator pasar, IHSG ditutup pada level 637,43 point, menguat 123,59 point dari tahun 1995 (513,85 point). Sebenarnya kegairahan pasar modal terus berlanjut hingga pertengahan tahun 1997. Hal ini ditunjukkan oleh IHSG pada Juni 1997 yang ditutup pada level 724,55 point yang merupakan titik tertinggi IHSG sepanjang sejarah BEJ, dan bertahan pada level 721,27 point pada Juli 1997.

Meskipun pasar modal Indonesia pada periode 1991-1996 tumbuh pesat, namun likuiditas pasar yang dilihat dari nilai kapitalisasinya sangat kecil jika dibandingkan dengan bursa-bursa lain di kawasan Asia. Kapitalisasi pasar BEJ tahun 1996 hanya 6,6% dari kapitalisasi pasar bursa di kawasan Asia (Usman, 1997:89). Kondisi demikian tidak menarik investor asing berinvestasi di pasar modal Indonesia.

Krisis ekonomi yang dimulai pertengahan Juli 1997, sangat terasa dampaknya terhadap pasar modal di Indonesia. Kapitalisasi pasar di BEJ tahun 1997 turun 25,62% menjadi Rp 159.929,86 milyar dari Rp 215.026,10 milyar tahun 1996, dan IHSG melemah 235,72 point pada level 401,71 tahun 1997.

Tahun 1998 merupakan tahun terburuk BEJ selama krisis. Meskipun kapitalisasi pasar naik 9,88% menjadi Rp 175.728,98 milyar, tetapi nilai perdagangan turun 17,20% menjadi Rp 99.684,70 milyar. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan kapitalisasi pasar, lebih disebabkan oleh kenaikan volume perdagangan, daripada kenaikan harga. Terbukti volume perdagangan tahun 1998 naik 18,30% menjadi 90.620,53 juta dari 76.599,17 juta lembar saham. Akibatnya kenaikan kapitalisasi pasar tidak mampu mengangkat IHSG. IHSG tahun 1998 ditutup pada level 398,03 point, melemah 3,68 point dari tahun 1997. Hal ini menunjukkan bahwa BEJ pada tahun 1998 mengalami kondisi *bearish*.

Tahun 1999 mengalami pemulihan di BEJ. Kapitalisasi pasar meningkat 157,11% menjadi Rp 451.814,92 milyar, demikian pula volume dan nilai perdagangan mengalami kenaikan signifikan, menjadi 178.486,58 juta saham (96,96%) dan Rp 147.878,99 milyar (naik 48,35%). Akibatnya IHSG menguat 278,88 point pada tahun 1999.

Episode positif tahun 1999, tidak berlangsung pada tahun 2000-2001. Pada tahun 2000 kapitalisasi pasar turun 43,20%, volume perdagangan turun 24,73%, dan

nilai perdagangan turun 16,98%. Penurunan kapitalisasi pasar yang lebih besar dari penurunan volume perdagangan, tetap mengindikasikan bahwa penurunan kapitalisasi pasar disebabkan oleh penurunan harga. Akibatnya IHSG melemah 260,59 point pada level 416,32 point dibanding tahun 1999. Kondisi bursa yang kurang bergairah berlanjut pada tahun 2001. Hal ini ditunjukkan oleh penurunan kapitalisasi pasar sebesar 6,77% dan nilai perdagangan turun 20,57%, padahal volume perdagangan naik 10,44%.

5.2. *Stock split* di BEJ Periode 1999-2001

Penelitian ini menggunakan periode 1999-2001 dengan jumlah perusahaan yang melakukan *stock split* sebanyak 22 perusahaan. Penelitian ini membedakan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang diukur dari total asset. Penentuan kategori perusahaan besar dan kecil ditentukan dengan melihat rata-rata total aset perusahaan akhir tahun 1999. Nilai rata-rata total asset dari 22 perusahaan yang *stock split* di BEJ periode 1999-2001 sebesar Rp 1.374.306 juta. Perusahaan yang berada di atas rata-rata dikategorikan perusahaan besar, sebaliknya yang di bawah rata-rata sebagai perusahaan kecil. Menggunakan parameter nilai rata-rata total asset diketahui ada 5 perusahaan besar dan 17 perusahaan kecil, seperti tampak pada Tabel 5.2.

Tabel 5.2.

Perusahaan Manufaktur yang *Stock split* Tahun 1999 – 2001

Nama Perusahaan	Kode Emiten	Asset Des 1999 (Rp juta)	Stock split	
			Tanggal	Rasio
Perusahaan kecil				
1. PT. Igar Jaya	IGAR	171.039	16-Aug-99	20
2. PT. Ekadharma Tape Industries	EKAD	54.736	6-Sep-99	2
3. PT. Dankos Laboratories	DNKS	402.164	20-Sep-99	5
4. PT. Sunson Textile Manufacturer	SSTM	693.130	27-Sep-99	2
5. PT. Budi Acid Jaya	BUDI	815.726	28-Sep-99	4
6. PT. Kurnia Kapuas Utama Glue Industries	KKGI	226.918	29-Sep-99	2
7. PT. Daya Sakti Unggul Corpo	DSUC	411.384	18-Oct-99	2
8. PT. Surya Damai Industri	SUDI	1.041.181	21-Oct-99	5
9. PT. Lautan Luas	LTLS	596.022	8-Nov-99	2
10. PT. Metrodata Elektronika	MTDL	206.764	9-Dec-99	9
11. PT. Astra Graphia	ASGR	875.018	7-Mar-00	8
12. PT. Tirta Mahakam Plywood Industri	TIRT	182.177	15-May-00	4
13. PT. Asiaplast Industries	APLI	175.151	16-Aug-00	6
14. PT. Intraco Penta	INTA	399.854	6-Nov-00	2
15. PT. Ever Shine Textile Industri	ESTI	723.492	11-Dec-00	5
16. PT. Suba Indah	SUBA	71.007	8-Jan-01	2
17. PT. Ultra Jaya Milk Industri	ULTJ	608.624	16-Jan-01	5
Perusahaan besar				
18. PT. Fajar Surya Wisesa	FASW	3.256.736	20-Sep-99	2
19. PT. Kalbe Farma	KLBF	2.002.677	27-Sep-99	5
20. PT. Indofood Sukses	INDF	10.637.680	29-Aug-00	5
21. PT. United Tractor	UNTR	4.429.615	5-Sep-00	4
22. Unilever Indonesia	UNVR	2.253.637	6-Nov-00	11

Sumber: B.E.J. 2003

Dari Tabel 5.2, tampak bahwa selama periode penelitian, *stock split* terbanyak terjadi pada 1999, yaitu 12 emiten pada rentang bulan Agustus sampai Desember. Pada bulan September 1999, terdapat 7 emiten yang melakukan *stock split*. Sementara pada tahun 2000 terdapat 8 emiten dan tahun 2001 hanya 2 emiten.

Memperhatikan waktu dilaksanakannya *stock split* yang sebagian besar terjadi pada tahun 1999, mengindikasikan bahwa *stock split* merupakan strategi yang banyak digunakan untuk lebih menggairahkan pasar ditengah-tengah kondisi ekonomi yang belum pulih benar. Ada dua kemungkinan, mengapa banyak emiten melakukan *stock split* pada periode Agustus sampai Desember di tahun 1999. Kemungkinan pertama didorong oleh motivasi untuk menggairahkan pasar, sehingga perdagangan saham menjadi lebih likuid, dan kemungkinan kedua didorong motivasi untuk memanfaatkan momentum kondisi bursa yang semakin membaik. Bagi perusahaan-perusahaan yang harga sahamnya tinggi. (umumnya perusahaan besar) *stock split* bertujuan untuk menjaga agar harga saham berada pada rentang normal (terjangkau) oleh kalangan investor yang lebih luas. Apapun faktor yang melatarbelakangi keputusan *stock split*, pada intinya dengan melakukan *stock split* diharapkan likuiditas saham akan semakin meningkat, karena saham lebih aktif ditransaksikan.

Dikaitkan dengan perkembangan bursa pada tahun 1999 seperti disajikan pada Tabel 5.1, mengindikasikan adanya dampak positif *stock split* terhadap kapitalisasi pasar, sehingga mampu menguatkan IHSG tahun 1999 dibanding tahun 1998. Pada tahun 1999, kapitalisasi pasar BEJ meningkat 157,11% menjadi Rp 451.814,92 milyar, demikian pula volume dan nilai perdagangan mengalami kenaikan signifikan, menjadi 178.486,58 juta saham (96,96%) dan Rp 147.878,99 milyar (naik 48,35%), sehingga IHSG menguat 278,88 point pada tahun 1999.

5.3. Deskripsi Data

5.3.1. Pendapatan Saham dan *Abnormal Return*

Pendapatan saham yang dibahas dalam penelitian ini adalah pendapatan saham yang diperoleh dari *capital gain* atau *capital loss* saja, tidak memasukkan pendapatan saham dari deviden. Perusahaan melakukan *stock split* pada intinya adalah untuk meningkatkan likuiditas saham, karena adanya *stock split* diharapkan akan meningkatkan permintaan saham akibat harga yang relatif terjangkau oleh investor. Melalui peningkatan permintaan saham tersebut, secara teoritis akan meningkatkan nilai/harga saham, yang pada akhirnya meningkatkan *return*. Jika terjadi peningkatan *return* pada sekitar hari pengumuman *stock split*, dibanding dengan periode sebelumnya, maka investor akan memperoleh *abnormal return*.

Per definisi *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* dengan *expected return*. *Actual return* pada periode pengamatan (jendela) merupakan *return* yang terjadi akibat pengaruh informasi *stock split*, sementara *expected return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi jika tidak ada *stock split*. Untuk mengetahui apakah peristiwa *stock split* dapat berpengaruh terhadap pendapatan saham dapat dilihat dari *abnormal return*. Untuk melihat *abnormal return* selama periode pengamatan secara agregat, dapat dilihat dari *cummulative average abnormal return* (CAARt). Jika diperoleh CAARt positif, berarti adanya *stock split* mampu memberikan keuntungan bagi investor, sementara jika CAARt negatif berarti adanya *stock split* justru merugikan investor. Keuntungan atau kerugian tersebut dalam pengertian jika dibandingkan dengan jika tidak ada informasi baru, yang dapat merubah pengharapan investor, seperti pengumuman *stock split*.

Tabel 5.3 berikut mengikhtisarkan *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, dan kumulatif *abnormal return* perusahaan kecil dan perusahaan besar selama periode pengamatan. Selanjutnya Gambar 5.1, Gambar 5.2, dan Gambar 5.3, yang mengilustrasikan perkembangan parameter-parameter tersebut.

Tabel 5.3.

Ikhtisar R_{it} , $E(R_{it})$, AR_{it} , dan CAR_{it} Perusahaan Kecil dan Perusahaan Besar
Selama Periode Pengamatan

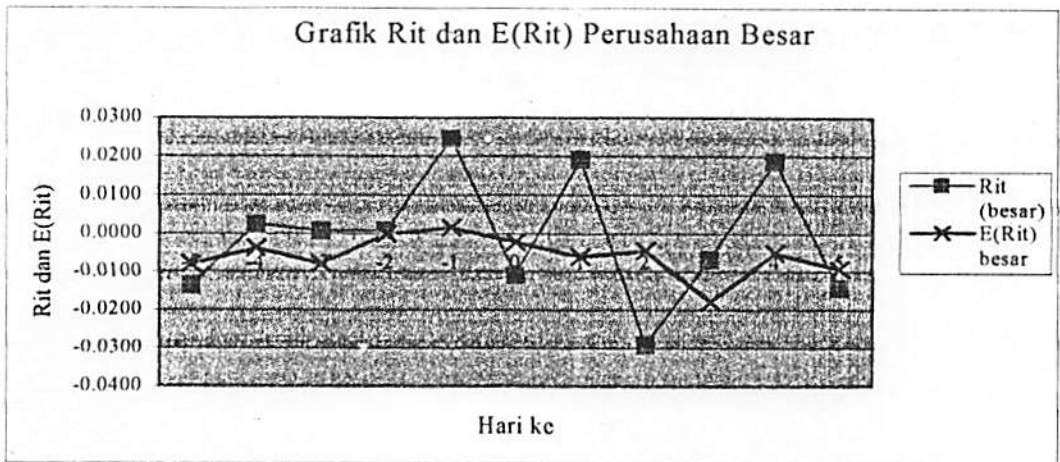
Hari	R_{it}		$E(R_{it})$		AR_{it}		CAR_{it}	
	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar
-5	8,460%	-1,370%	0,470%	-0,810%	7,990%	-0,560%	7,991%	-0,559%
-4	1,780%	0,220%	1,080%	-0,390%	0,690%	0,610%	8,686%	0,056%
-3	-0,520%	0,050%	0,220%	-0,800%	-0,740%	0,850%	7,947%	0,906%
-2	-1,110%	0,070%	2,110%	-0,020%	-3,220%	0,090%	4,729%	0,999%
-1	1,140%	2,470%	0,950%	0,150%	0,190%	2,310%	4,917%	3,312%
0	1,940%	-1,080%	0,630%	-0,240%	1,310%	-0,840%	6,231%	2,474%
1	-0,360%	1,910%	2,260%	-0,600%	-2,630%	2,510%	3,603%	4,985%
2	5,340%	-2,930%	0,740%	-0,450%	4,600%	-2,480%	8,207%	2,509%
3	0,760%	-0,670%	0,830%	-1,790%	-0,070%	1,120%	8,138%	3,631%
4	-2,400%	1,850%	0,740%	-0,510%	-3,140%	2,360%	4,996%	5,996%
5	-2,630%	-1,440%	-0,670%	-0,930%	-1,960%	-0,510%	3,036%	5,484%
Mean								
11 hari ¹⁾	1,127%	-0,084%	0,851%	-0,581%	0,275%	0,496%		
10 hari ²⁾	1,046%	0,016%	0,873%	-0,615%	0,171%	0,630%		
Sebelum ³⁾	1,950%	0,288%	0,966%	-0,374%	0,982%	0,660%		
Setelah ⁴⁾	0,530%	-0,472%	0,906%	-0,904%	-0,640%	0,600%		
Variance								
11 hari ¹⁾	0,109%	0,027%	0,007%	0,003%	0,118%	0,024%		
10 hari ²⁾	0,121%	0,029%	0,007%	0,003%	0,130%	0,025%		
Sebelum ³⁾	0,146%	0,019%	0,005%	0,002%	0,176%	0,011%		
Setelah ⁴⁾	0,104%	0,045%	0,011%	0,003%	0,099%	0,044%		

Sumber: Lampiran 1, diolah

Keterangan:

- 1) Dihitung dari 11 hari pengamatan, termasuk pada hari pengumuman *stock split*
- 2) Dihitung dari 10 hari pengamatan, tidak termasuk hari pengumuman *stock split*
- 3) Dihitung dari 5 hari sebelum pengumuman *stock split* (H-5 sampai H-1)
- 4) Dihitung dari 5 hari setelah pengumuman *stock split* (H+1 sampai H+5)

Gambar 5.1



Sumber: Lampiran 1, diolah

Dari Gambar 5.1 tampak bahwa *actual return* perusahaan besar lebih berfluktuatif daripada *expected return*, hal mana juga terjadi pada perusahaan kecil, hanya saja memiliki pola yang berbeda. Dari Tabel 5.2, juga diketahui variance *actual return* perusahaan besar lebih besar dibanding variance *expected return*, yaitu 0,027% 0,007% dibanding 0,003%. Sebelum *stock split*, *actual return* tertinggi terjadi pada H-1 (2,5%) dan terendah pada H-5 (-1,4%). Sementara itu setelah *stock split*, *actual return* tertinggi terjadi pada H+1 (1,91%) dan terendah pada H+2 (-2,9%).

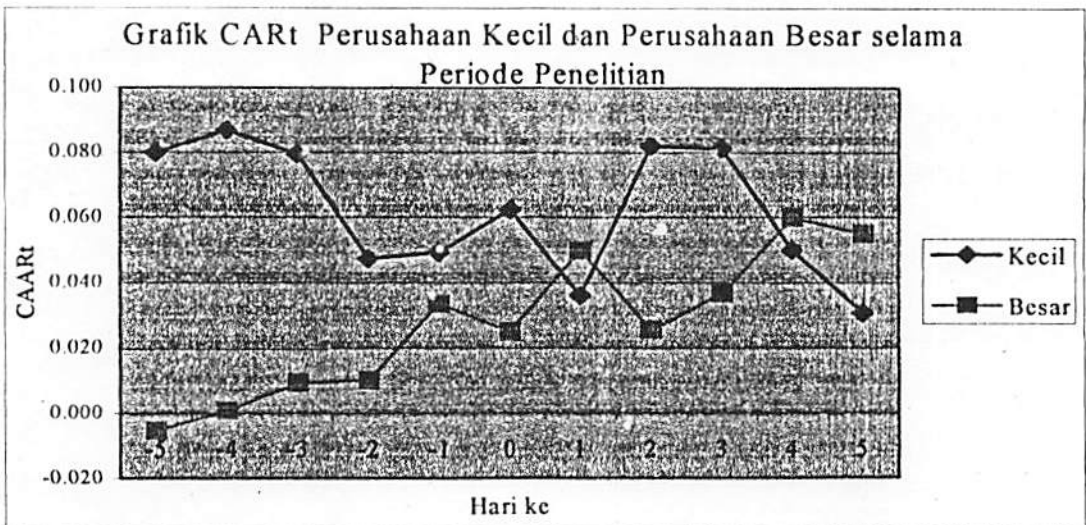
Selama periode penelitian, diketahui rata-rata *actual return* bernilai negatif, yaitu -0,08% selisih 0,50% dibanding rata-rata *expected return* yang sebesar -0,58%. Informasi ini menunjukkan bahwa pengumuman *stock split* pada perusahaan besar memberikan *abnormal return* positif bagi investor.

Dari Tabel 5.3, juga diketahui bahwa variabilitas *actual return* perusahaan kecil lebih tinggi daripada perusahaan besar, yaitu 0,107% dibanding 0,003%. Hal ini wajar, karena perusahaan kecil memberikan *return* lebih tinggi dibanding perusahaan besar, sebagaimana ditunjukkan oleh rata-rata *actual return* selama periode penelitian. Variance *actual return* perusahaan kecil yang lebih besar tersebut, juga menunjukkan bahwa harga saham perusahaan kecil lebih berfluktuatif daripada perusahaan besar.

Dilihat dari rata-rata ARt pada kedua kategori perusahaan, yang bernilai positif menunjukkan bahwa pengumuman *stock split* memberikan *abnormal return*

positif bagi investor. Hal ini juga menunjukkan adanya kenaikan kekayaan bagi pemegang saham, karena pengumuman *stock split* menyebabkan kenaikan harga, yang pada akhirnya meningkatkan *return* pemegang saham. Akan tetapi, jika dilihat dari besaran ART selama periode penelitian, tampak bahwa rata-rata ART perusahaan kecil lebih rendah daripada ART perusahaan besar, yaitu 0,275% dibanding 0,496%. Hal ini akan semakin jelas jika dilihat dari perkembangan CART pada kedua kelompok perusahaan tersebut, seperti tampak pada Gambar 5.3.

Gambar 5.2.



Sumber: Lampiran 1, diolah

Dari Gambar 5.2 tampak bahwa sampai pada akhir hari pengamatan, CART pekerjaan kecil lebih rendah daripada CART perusahaan, yaitu 3,036% dibanding 5,484%. CART perusahaan kecil cenderung turun selama periode pengamatan, sebaliknya CART perusahaan besar justru cenderung naik. Kondisi demikian terjadi, karena ART perusahaan kecil cenderung turun (6 hari ART negatif), sementara ART perusahaan besar cenderung naik (7 hari ART positif). Informasi ini menunjukkan bahwa pengumuman *stock split* memiliki dampak yang lebih kuat dalam kenaikan harga saham perusahaan besar dibanding perusahaan kecil.

5.3.2. Security Return Variability (SRV) Sebelum dan Setelah *Stock split*

Tabel 5.4 dan Gambar 5.3 berikut ini menyajikan perkembangan SRV sebelum dan setelah *stock split*.

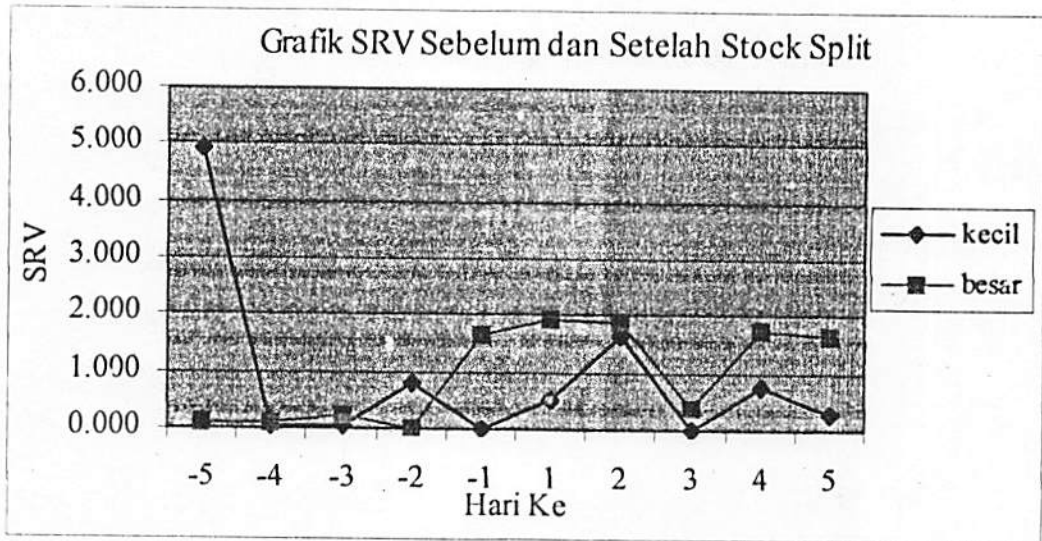
Tabel 5.4.

Ikhtisar SRV Sebelum dan Setelah *Stock split*

Hari ke	ARt		AR ² _{it}		SRV	
	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar
-5	7,990%	-0,560%	0,638%	0,003%	492,033%	12,595%
-4	0,690%	0,610%	0,005%	0,004%	3,722%	15,244%
-3	-0,740%	0,850%	0,005%	0,007%	4,201%	29,154%
-2	-3,220%	0,090%	0,104%	0,000%	79,827%	0,342%
-1	0,190%	2,310%	0,000%	0,053%	0,274%	215,763%
1	-2,630%	2,510%	0,069%	0,063%	53,225%	254,241%
2	4,600%	-2,480%	0,212%	0,062%	163,301%	247,133%
3	-0,070%	1,120%	0,000%	0,013%	0,036%	50,746%
4	-3,140%	2,360%	0,099%	0,056%	76,064%	225,351%
5	-1,960%	-0,510%	0,038%	0,003%	29,603%	10,551%
Mean						
10 hari	0,171%	0,630%	0,0003%	0,0040%	90,229%	106,112%
Sebelum	0,982%	0,660%	0,0096%	0,0044%	116,011%	54,620%
Setelah	-0,640%	0,600%	0,0041%	0,0036%	64,446%	157,604%
Selisih sbl dan stl	1,622%	0,060%	0,026%	0,00004%	51,566%	-102,985%
Variance						
10 hari	0,130%	0,025%	0,000%	0,000%	225,834%	127,089%
Sebelum	0,176%	0,011%	0,001%	0,000%	453,018%	82,196%
Setelah	0,099%	0,044%	0,000%	0,000%	38,490%	137,468%

Sumber: Lampiran 1, diolah

Gambar 5.3



Sumber: Lampiran 1, diolah

Dari Tabel 5.4 dan Gambar 5.3, tampak bahwa pola SRV sebelum dan setelah perusahaan kecil berbeda dengan perusahaan besar. Pada perusahaan kecil, SRV sebelum lebih besar daripada setelah *stock split*, sebaliknya pada perusahaan besar, SRV setelah *stock split* lebih besar daripada sebelum *stock split*. Namun secara keseluruhan dari 10 hari sebelum dan setelah *stock split*, variabilitas SRV perusahaan kecil lebih tinggi daripada perusahaan besar. Dispersi SRV yang tinggi pada perusahaan kecil sebelum *stock split*, disebabkan oleh return yang sangat tinggi pada emiten P.T EkaDharma Tape Industries pada H-5, yang mencapai $> 100\%$ (Lampiran 1). Untuk memastikan apakah terdapat perbedaan SRV yang signifikan sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil dan perusahaan besar akan diuji dengan uji t beda sampel berpasangan.

5.3.5. Trading Value Activity (TVA) Sebelum dan Setelah *Stock split*

Indikator lain yang dapat digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap datangnya suatu informasi, dalam hal ini pengumuman *stock split* adalah perubahan volume perdagangan. Volume perdagangan saham menunjukkan jumlah saham yang ditransaksikan di bursa efek pada waktu tertentu. Apakah pengumuman *stock split* memberikan dampak positif terhadap perubahan volume perdagangan, dapat dilihat dari parameter rasio volume perdagangan terhadap jumlah saham yang beredar atau *trading value activity* (TVA), yang diikhtisarkan pada Tabel 5.5.

Tabel 5.5.

TVA Perusahaan Kecil dan Perusahaan Besar Selama Periode Penelitian

Hari ke	Vol Pe. dg (juta lbr)		Saham Beredar (juta lbr)		TVA	
	Kecil (n=17)	Besar (n=5)	Kecil (n=17)	Besar (n=5)	Kecil (n=17)	Besar (n=5)
-5	8,81	5,74	33091,64	15769,55	0,027%	0,036%
-4	4,98	6,79	33091,64	15769,55	0,015%	0,043%
-3	7,09	13,05	33091,64	15769,55	0,021%	0,083%
-2	5,09	7,40	33091,64	15769,55	0,015%	0,047%
-1	11,33	2,73	33091,64	15769,55	0,034%	0,017%
0	188,37	77,79	173258,68	72448,80	0,109%	0,107%
1	32,93	29,34	173258,68	72448,80	0,019%	0,040%
2	107,38	408,47	173258,68	72448,80	0,062%	0,564%
3	124,15	77,61	173258,68	72448,80	0,072%	0,107%
4	97,26	18,37	173258,68	72448,80	0,056%	0,025%
5	83,03	33,66	173258,68	72448,80	0,048%	0,046%
Mean						
11 hari ¹⁾	60,947	61,904	109546,3863	46685,5019	0,0435%	0,1016%
10 hari ²⁾	48,20	60,32	103175,16	44109,17	0,0369%	0,1010%
Sebelum ³⁾	43,37	21,55	61125,04	27105,40	0,03896%	0,05949%
Setelah ⁴⁾	88,95	113,49	173258,68	72448,80	0,05134%	0,15665%
Selisih TVA					-0,0124%	-0,0977%
Variance						
11 hari ¹⁾	3931,30	13940,93			0,000009%	0,000244%
10 hari ²⁾	2383,61	15459,1			0,000004%	0,000272%
Sebelum ³⁾	7,17	14,14			0,000001%	0,000006%
Setelah ⁴⁾	1205,26	27700,23			0,000004%	0,000528%

Sumber: Lampiran 2, diolah

Keterangan:

- 1) Dihitung dari 11 hari pengamatan, termasuk pada hari pengumuman *stock split*
- 2) Dihitung dari 10 hari pengamatan, tidak termasuk hari pengumuman *stock split*
- 3) Dihitung dari 5 hari sebelum pengumuman *stock split* (H-5 sampai H-1)
- 4) Dihitung dari 5 hari setelah pengumuman *stock split* (H-1 sampai H+5)

Ukuran TVA ini obyektif untuk mengamati pengaruh *stock split* terhadap volume perdagangan, karena adanya pembobotan oleh jumlah saham beredar, yang berubah akibat kebijakan *stock split*. TVA pada masing-masing kategori perusahaan kecil dan besar, yang disajikan pada Tabel 5.5 di atas merupakan rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari total volume perdagangan terhadap total saham beredar.

Memperhatikan TVA perusahaan kecil dan perusahaan besar selama periode penelitian, tampak bahwa volume perdagangan masih sangat kecil, jika dibanding dengan jumlah saham yang beredar. Rata-rata TVA selama periode pengamatan (11 hari) hanya 0,0435% untuk perusahaan kecil dan 0,1016% untuk perusahaan besar. Rendahnya TVA tersebut mencerminkan bahwa likuiditas pasar modal di BEJ selama tahun 1999-2001 masih sangat terbatas.

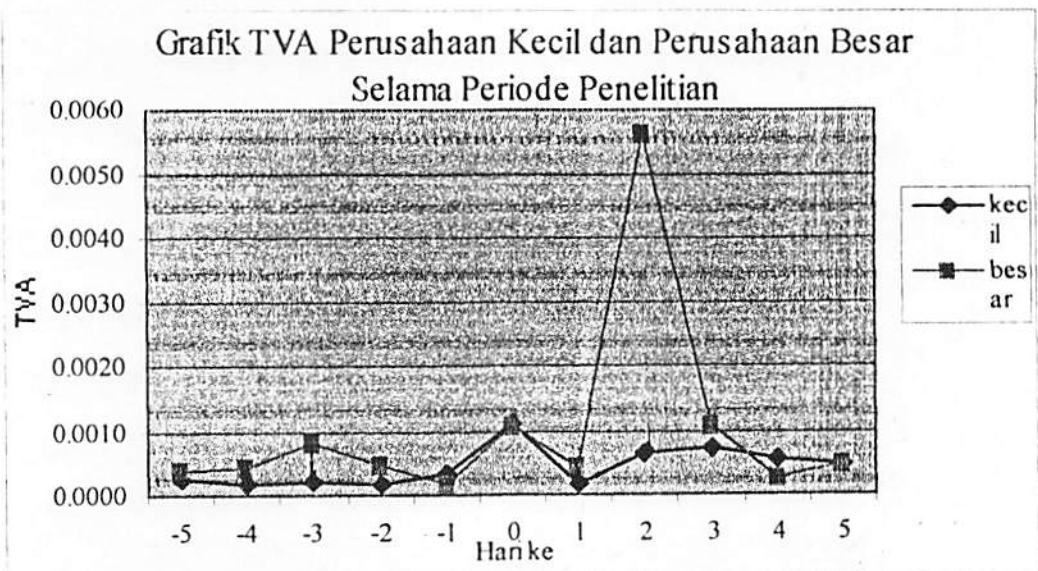
Meskipun demikian, adanya pengumuman *stock split* berdampak positif terhadap aktivitas transaksi. Kesimpulan ini ditunjukkan oleh kenaikan TVA sebelum *stock split* dibandingkan dengan TVA setelah *stock split*, yaitu sebagai berikut:

1. Terjadi kenaikan TVA yang signifikan pada hari *stock split*, dari satu hari sebelumnya. Pada perusahaan kecil, TVA naik 217,63% dari 0,034% menjadi 0,109%. TVA ketika *stock split* merupakan titik tertinggi bagi perusahaan kecil. Sedangkan untuk perusahaan besar, TVA naik 520,69% dari 0,017% pada H-1 menjadi 0,107% saat *stock split*. Memperhatikan data perbedaan kenaikan tersebut, mengindikasikan bahwa pengumuman *stock split* pada perusahaan besar mendapat respon yang lebih baik oleh investor dibanding perusahaan kecil.
2. Terjadi kenaikan rata-rata TVA sebelum dan setelah *stock split*. Rata-rata TVA perusahaan kecil naik 31,78% dari 0,03896% sebelum *stock split* (H-5 sampai H-1) menjadi 0,05134% setelah *stock split* (H+1 sampai H+5), dan pada perusahaan besar, TVA naik 163,33% dari 0,05949% menjadi 0,15665% untuk periode yang

sama. Periode sebelum *stock split*, TVA tertinggi terjadi pada H-1 (0,034%) untuk perusahaan kecil dan H-3 (0,083%) untuk perusahaan besar. Sedangkan pada periode setelah *stock split*, TVA tertinggi terjadi pada H+3 (0,072%) untuk perusahaan kecil dan H+3 (0,564%) untuk perusahaan besar.

Ilustrasi perkembangan TVA selama periode pengamatan, disajikan pada Gambar 5.5 berikut ini.

Gambar 5.4.



Sumber: Lampiran 2, diolah

Dari Gambar 5.4, tampak bahwa TVA perusahaan kecil lebih berfluktuatif dibanding TVA perusahaan besar. Fakta tersebut terjadi selama periode pengamatan (11 hari), 10 hari pengamatan (diluar tanggal *stock split*), lima hari sebelum, ataupun lima hari setelah *stock split*, seperti ditunjukkan oleh variance TVA pada periode-periode tersebut di Tabel 5.5. Berdasarkan TVA kedua kategori perusahaan menunjukkan bahwa kenaikan TVA pada perusahaan besar lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Data tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman *stock split*, lebih berdampak bagi kenaikan volume perdagangan perusahaan besar dibanding perusahaan kecil.

5.4. Uji Hipotesis dan Analisis

Untuk pengaruh *stock split* terhadap reaksi pasar, pada penelitian ini digunakan dua variabel, yaitu SRV dan TVA sebelum dan setelah *stock split*, yang dikelompokkan pada perusahaan dan perusahaan kecil. Pengelompokkan perusahaan besar dan kecil, dilakukan karena berdasarkan kajian teoritis dan hasil penelitian sebelumnya, pengumuman *stock split* memiliki dampak yang berbeda antara perusahaan besar dan perusahaan besar. Pengujian dilakukan dengan uji t beda untuk sampel berpasangan (*paired sample*) pada alpha (σ) = 5%. Hasil pengujian perbedaan SRV dan TVA sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil disajikan pada Tabel 5.6 dan Tabel 5.7.

5.4.1. Uji Perbedaan SRV Sebelum dan Sesudah *Stock split*

Hipotesis pertama dan kedua pada penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan SRV sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil. Hipotesis statistik yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. H_1 (perusahaan besar): $SRV_{\text{sebelum}} \pm SRV_{\text{setelah}}$
2. H_2 (perusahaan kecil): $SRV_{\text{sebelum}} \pm SRV_{\text{setelah}}$

Tabel 5.6.

Hasil Pengujian SRV Sebelum dan Setelah *Stock split*

Ukuran Perusahaan	Paired differences						t _{tabel}	Simpulan
	Mean	Std dev	SE Mean	t	df	p		
Besar	-1,0299	1,952	0,873	-1,180	4	0,303	2,776	Ho gagal ditolak
Kecil	0,5156	2,267	1,014	0,510	4	0,638	2,776	Ho gagal ditolak

Sumber: Lampiran 3, diolah

Berdasarkan hasil pengujian SRV sebelum dan setelah *stock split*, seperti disajikan pada Tabel 5.6 dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Perusahaan besar

Dari Tabel 5.6, diketahui selisih (*mean difference*) SRV sebelum dan setelah stock split bernilai negatif (-1,0299), yang menunjukkan bahwa SRV sebelum *stock split* lebih kecil daripada SRV setelah *stock split* pada kasus perusahaan besar ini. Secara statistik perbedaan SRV sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar, ternyata tidak berbeda signifikan, yang ditunjukkan, signifikansi (p) $t_{hitung} = 0,303 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 gagal ditolak Berdasarkan hasil uji tersebut dapat disimpulkan tidak ada perbedaan variabilitas tingkat keuntungan pada perusahaan besar sebelum dan setelah *stock split*. Hal ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan *return* yang diperoleh antara sebelum dan setelah *stock split*.

2. Perusahaan kecil

Dari Tabel 5.6, diketahui selisih (*mean difference*) SRV sebelum dan setelah stock split bernilai positif (0,5156), yang menunjukkan bahwa SRV sebelum *stock split* lebih besar daripada SRV setelah *stock split* pada kasus perusahaan kecil. Secara statistik perbedaan SRV sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil tidak berbeda signifikan, yang ditunjukkan oleh signifikansi (p) $t_{hitung} = 0,303 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 gagal ditolak. Berdasarkan hasil uji tersebut dapat disimpulkan tidak ada perbedaan variabilitas tingkat keuntungan sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil. Hasil pengujian ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan *return* yang signifikan antara sebelum dan setelah *stock split*.

Berdasarkan hasil pengujian H_1 dan H_2 dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang diajukan tidak terbukti. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa stock split tidak berpengaruh terhadap pembentukan harga saham, pendapatan saham, dan *abnormal return*.

5.4.2. Uji Perbedaan TVA Sebelum dan Sesudah *Stock split*

Hipotesis ketiga dan keempat pada penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan TVA sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil. Pengujian perbedaan TVA ini bertujuan menguji reaksi pasar terhadap pengumuman *stock split* dari aspek volume perdagangan. Hipotesis statistik yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. H_3 (perusahaan besar): $TVA_{sebelum} \pm TVA_{setelah}$

2. H_4 (perusahaan kecil) : $TVA_{\text{sebelum}} \pm TVA_{\text{setelah}}$

Tabel 5.7.

Hasil Pengujian TVA Sebelum dan Setelah *Stock split*

Ukuran Perusahaan	Paired differences						t_{hitung}	Simpulan
	Mean	Std dev	SE Mean	t	df	p		
Besar	-0,0011	0,0023	0,0010	-1,090	4	0,336	2,776	Ho gagal ditolak
Kecil	-0,0003	0,0002	0,0000	-2,620	4	0,059	2,776	Ho gagal ditolak

Sumber: Lampiran 4, diolah

Hasil pengujian TVA sebelum dan setelah *stock split*, pada Tabel 5.7 di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Perusahaan besar

Dari Tabel 5.7, diketahui selisih (*mean difference*) TVA sebelum dan setelah *stock split* negatif (-0,0011), yang berarti TVA sebelum *stock split* lebih kecil daripada TVA setelah *stock split* untuk perusahaan besar. Secara statistik perbedaan TVA sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar tidak berbeda signifikan, yang ditunjukkan oleh signifikansi (p) $t_{\text{hitung}} = 0,336 > \alpha = 0,05$, oleh karena itu H_0 gagal ditolak. Berdasarkan hasil uji tersebut dapat disimpulkan tidak ada perbedaan TVA pada perusahaan besar sebelum dan setelah *stock split*. Hal ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan volume perdagangan antara sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar.

2. Perusahaan kecil

Dari Tabel 5.7, diketahui selisih (*mean difference*) TVA sebelum dan setelah *stock split* bernilai negatif, yaitu -0,0003, yang berarti TVA sebelum *stock split* lebih kecil daripada TVA setelah *stock split* pada perusahaan kecil. Secara statistik perbedaan TVA sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil tidak berbeda signifikan, seperti ditunjukkan oleh signifikansi (p) $t_{\text{hitung}} = 0,059 > \alpha = 0,05$, sehingga H_0 gagal ditolak. Berdasarkan hasil uji tersebut dapat disimpulkan tidak ada perbedaan TVA sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil. Hasil pengujian ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan volume yang signifikan antara sebelum dan setelah *stock split*.

Berdasarkan hasil pengujian H_3 dan H_4 dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang diajukan tidak terbukti. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara sebelum dan setelah pengumuman *stock split* dalam mempengaruhi volume perdagangan. Namun demikian, jika dilihat dari tingkat signifikansi uji TVA sebelum dan setelah *stock split*, tampak bahwa perbedaan TVA pada perusahaan kecil lebih nyata ($p = 0,059$) dibanding perbedaan TVA pada perusahaan besar ($p = 0,336$). Hal ini terjadi karena dispersi selisih TVA sebelum dan setelah pada perusahaan besar relatif besar ($\sigma = 0,0023$) dibanding perusahaan kecil ($\sigma = 0,0002$), meskipun TVA perusahaan besar setelah *stock split* naik lebih tinggi (163,33%) daripada kenaikan TVA pada perusahaan kecil (31,78%).

BAB VI

PEMBAHASAN

6.1. SRV dan TVA Setelah *Stock split* Tidak Berbeda dengan Sebelum *Stock split* pada Perusahaan Besar dan Kecil

Parameter harga dan volume perdagangan saham, akan lebih baik jika tidak dibahas secara terpisah, karena kedua parameter tersebut mencerminkan reaksi pasar yang terjadi secara bersamaan dan saling berhubungan dalam menjelaskan perilaku pasar. Pengaruh *stock split* terhadap harga saham akan tercermin dari fluktuasi *abnormal return*. Sedangkan pengaruh *stock split* terhadap volume transaksi akan tercermin kepada *trading value activity* (TVA).

SRV merupakan parameter untuk melihat reaksi pasar yang mempengaruhi terbentuknya harga-harga saham sebagai akibat adanya informasi *stock split*, tanpa melihat apakah reaksi pasar tersebut negatif atau positif. Jika informasi *stock split* dinilai informatif, maka informasi dapat mempengaruhi terbentuknya pengharapan baru oleh investor berdasarkan persepsi sebelumnya dan informasi baru yang diterima. Persepsi tersebut dapat positif ataupun negatif. Jika *stock split* dinilai positif, maka kecenderungan harga yang terbentuk meningkat, sehingga diperoleh kenaikan return, sebaliknya jika *stock split* dinilai negatif, maka akan terjadi kecenderungan penurunan harga, sehingga menyebabkan kerugian (*loss*). Semakin besar return, maka semakin besar pula *abnormal return* positif yang tersedia bagi investor. Demikian pula, semakin besar *loss*, semakin besar pula *abnormal return* negatif yang diderita investor.

Intinya semakin besar *abnormal return* (positif atau negatif), mengindikasikan bahwa informasi *stock split*, semakin informatif bagi investor. Bagi emiten sendiri, keputusan *stock split* diharapkan dapat memberikan sentimen positif bagi investor, yang akhirnya berdampak pada kenaikan harga saham, sehingga saham emiten akan semakin menarik bagi investor. Pada penelitian ini ditekankan apakah informasi *stock split* dinilai informatif atau tidak bagi investor, oleh karena itu dalam melihat pengaruh *stock split* terhadap *abnormal return* saham digunakan variabel SRV. Memperhatikan rumusnya, SRV bersifat penetralisir *abnormal return*, apakah positif

ataupun negatif, yang penting informasi *stock split* tersebut, dinilai informatif atau tidak oleh investor.

Sementara itu, TVA merupakan parameter reaksi pasar yang tercermin dari perubahan volume transaksi sebelum dan setelah *stock split*. Apakah adanya *stock split* dapat meningkatkan volume transaksi yang signifikan, sesuai dengan perubahan kepada jumlah saham yang beredar. Jika ya, berarti *stock split* dinilai informatif oleh investor. Selanjutnya dikaitkan dengan hasil uji statistik terhadap SRV dan TVA yang tidak signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa *stock split* dinilai tidak informatif bagi investor untuk perusahaan berskala besar.

Berdasarkan hasil uji hipotesis, telah diketahui bahwa semua hipotesis yang diajukan (H1 sampai H4) tidak terbukti. Hipotesis 1 dan hipotesis 2 yang menyatakan ada perbedaan SRV sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar dan kecil, disimpulkan H_0 gagal ditolak, demikian pula untuk hipotesis 3 dan hipotesis 4, yang menyatakan ada perbedaan TVA sebelum dan setelah *stock split*, juga disimpulkan H_0 gagal ditolak. Namun demikian jika dilihat lebih spesifik pada perusahaan secara individu, terdapat reaksi pasar yang signifikan akibat informasi *stock split*, yaitu untuk variabel TVA. Ada empat emiten dari kelompok perusahaan kecil yang terbukti memiliki TVA berbeda signifikan antara sebelum dan setelah *stock split*. Keempat emiten tersebut adalah PT Kurnia Kapuas Utama Glue Industry, PT Asia Plastic Industry, PT Astra Graphia, dan PT Metrodata Elektronika. Sedangkan untuk emiten yang lain terbukti tidak memiliki TVA ataupun SRV yang berbeda signifikan antara sebelum dan setelah *stock split*.

Dari hasil uji hipotesis secara agregat, dapat disimpulkan bahwa *stock split* tidak mengandung informasi yang informatif yang dapat mempengaruhi reaksi pasar secara signifikan. Informasi yang informatif, dapat diinterpretasikan sebagai informasi yang dinilai investor dapat meningkatkan *earning power* saham, yaitu kemampuan suatu saham untuk menghasilkan return lebih tinggi di masa yang akan datang (Francis, 1991). Menurut Francis (1991), *earning power* suatu saham dipengaruhi oleh *cash deviden*. Hasil penelitian FFJR (Francis, 1991), menyimpulkan bahwa *stock split* yang diikuti dengan peningkatan *cash deviden* memberikan *abnormal return* positif, sebaliknya yang tidak diikuti peningkatan *cash deviden*

menghasilkan *abnormal return* negatif setelah *stock split*. Dari hasil uji hipotesis, kemudian dikaitkan dengan hasil penelitian FFJR seperti dikutip Francis (1991), dapat disimpulkan bahwa tidak signifikannya SRV dan TVA sebelum dan setelah *stock split*, baik pada perusahaan besar ataupun kecil, sesungguhnya dapat dipahami, sebagai cerminan dari perilaku pasar yang normal.

Interpretasi di atas dilandasi argumentasi bahwa *stock split* sesungguhnya tidak menambah kekayaan (*worthless*) bagi pemegang saham/investor, karena perubahan yang terjadi hanya pada jumlah lembar saham saja, bukan pada nilai saham itu sendiri. Dengan demikian kenaikan harga saham, yang berdampak kepada meningkatnya *abnormal return* hanya akan terjadi, jika investor menilai adanya peningkatan *earning power* saham di masa yang akan datang.

Indikasi tidak adanya kandungan informasi dari *stock split*, baik pada perusahaan besar ataupun perusahaan kecil dapat dijelaskan dari fakta sebagai berikut:

1. *Abnormal return* setelah *stock split* lebih rendah daripada *abnormal return* sebelum *stock split*.

Dari Tabel 5.3, dan Tabel 5.4, diketahui bahwa *abnormal return* setelah *stock split*, ternyata lebih rendah daripada *abnormal return* sebelum *stock split*. *Abnormal return* perusahaan kecil turun 1,622% (165,173%) dari 0,982% sebelum menjadi -0,640% setelah *stock split*. Sedangkan pada perusahaan besar, *abnormal return* turun 0,060% (9,091%) dari 0,660% sebelum menjadi 0,600% setelah *stock split*. Data penurunan *abnormal return* setelah *stock split* disebabkan oleh actual return yang terjadi setelah *stock split* lebih rendah daripada sebelum *stock split*, baik pada perusahaan kecil ataupun perusahaan besar, seperti tampak pada Tabel 5.4. Dari Tabel 5.3, diketahui rata-rata Rit perusahaan kecil sebelum *stock split* sebesar 1,950% turun 1,420% (72.821%) menjadi 0,530% setelah *stock split*. Sedangkan pada perusahaan besar, rata-rata Rit turun 0,760% (263,889%) dari 0,288 sebelum *stock split* menjadi -0,472% setelah *stock split*. Penurunan *abnormal return* ataupun Rit setelah *stock split*, menunjukkan bahwa *stock split* tidak memberikan sinyal peningkatan *earning power* oleh investor atau dengan kata lain tidak memberikan dampak apapun bagi investor.

2. Setelah *stock split*, beberapa saham justru menderita *capital loss* dan *abnormal return* negatif.

Penurunan Rit dan ARt setelah *stock split* secara agregat, akan lebih jelas jika dilihat lebih rinci dari masing-masing emiten. Tabel 6.1 berikut mengikhtisarkan selisih Rit dan ARt setelah dan sebelum *stock split* dari masing-masing emiten.

Tabel 6.1.

Ikhtisarkan Rata-rata Rit dan Rata-rata ARt Sebelum dan Setelah *Stock split*
Masing-Masing Emiten

No	Emiten	Rit			ARt		
		Sebelum (H-5s/dH-1)	Setelah (H+1s/dH+5)	selisih (5) = (4-3)	Sebelum (H-5s/dH-1)	Setelah (H+1s/dH+5)	selisih (8) = (7-6)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (4-3)	(6)	(7)	(8) = (7-6)
Perusahaan Kecil							
1	IGAR	1,580%	3,849%	2,270%	-0,397%	-1,139%	-0,742%
2	EKAD	24,706%	-7,500%	-32,206%	17,544%	-12,221%	-29,766%
3	DNKS	0,407%	-1,900%	-2,307%	0,182%	-1,828%	-2,010%
4	SSTM	0,012%	0,864%	0,852%	3,545%	1,324%	-2,221%
5	BUDI	4,348%	-1,149%	-5,497%	0,770%	-0,799%	-1,570%
6	KKGI	-1,154%	4,036%	5,190%	-0,452%	5,484%	5,937%
7	DSUC	0,000%	0,303%	0,303%	0,325%	0,185%	-0,140%
8	SUDI	0,000%	-2,612%	-2,612%	-0,734%	-4,518%	-3,784%
9	LTLS	1,363%	-2,067%	-3,430%	-1,505%	-3,725%	-2,219%
10	MTDL	2,151%	-0,587%	-2,738%	0,679%	-1,929%	-2,608%
11	ASGR	-0,952%	-2,038%	-1,087%	-2,158%	-4,122%	-1,964%
12	TIRT	2,222%	21,827%	19,605%	0,908%	21,796%	20,888%
13	APLI	-9,185%	-6,217%	2,968%	-10,666%	-5,550%	5,116%
14	INTA	0,988%	-2,952%	-3,940%	0,886%	-3,402%	-4,288%
15	ESTI	4,075%	-1,626%	-5,700%	4,981%	-0,984%	-5,965%
16	SUBA	1,728%	-1,111%	-2,839%	2,444%	-0,352%	-2,796%
17	ULTJ	0,850%	1,294%	0,444%	0,368%	0,916%	0,548%
	Mean	1,949%	0,142%	-1,807%	0,983%	-0,639%	-1,622%

	Variance	0,429%	0,399%	0,954%	0,287%	0,471%	0,902%
	Perusahaan Besar						
18	FASW	-0,870%	-1,957%	-1,088%	3,498%	2,576%	-0,921%
19	KLBF	0,012%	4,354%	4,342%	-1,256%	3,969%	5,225%
20	INDF	1,275%	-1,798%	-3,073%	0,400%	-2,854%	-3,254%
21	UNTR	0,744%	-1,878%	-2,622%	1,048%	-0,790%	-1,838%
22	UNVR	0,284%	0,000%	-0,284%	-0,377%	0,108%	0,485%
	Mean	0,289%	-0,256%	-0,545%	0,662%	0,602%	-0,060%
	Variance	0,006%	0,073%	0,087%	0,033%	0,073%	0,106%

Sumber: Lampiran 1, diolah

Dari Tabel 6.1, diketahui bahwa dari 17 emiten kategori perusahaan kecil, terdapat 11 emiten yang memiliki selisih Rit setelah *stock split* lebih rendah dari sebelum *stock split* atau selisih negatif (<0). Dari 11 emiten tersebut 10 diantaranya memiliki selisih AR_t negatif, dari 13 emiten yang memiliki selisih AR_t negatif. Sedangkan pada perusahaan besar, terdapat 4 emiten yang memiliki selisih R_{it} negatif, dan 3 diantaranya memiliki selisih AR_t negatif. Berdasarkan uraian tersebut, tampak jelas bahwa penyebab AR_t setelah *stock split* lebih rendah dari AR_t sebelum *stock split*, karena Rit setelah *stock split* lebih rendah dari R_{it} sebelum *stock split*. Artinya sebagian besar saham justru menderita *capital loss* setelah *stock split*. Adanya *capital loss* dalam investasi yang dilakukan berulang-ulang (serial) dalam kurun waktu lima hari setelah *stock split*, jelas menunjukkan bahwa harga-harga saham cenderung menurun.

6.2. Identifikasi Faktor-faktor yang Menyebabkan SRV dan TVA Sebelum dan Setelah *Stock split* Tidak Berbeda Signifikan

Fenomena kecenderungan penurunan harga, R_{it} atau AR_t setelah *stock split*, baik pada perusahaan besar atau perusahaan kecil, jika dikaitkan dengan fakta bahwa setelah *stock split* justru TVA meningkat (Tabel 5.5), maka dapat diidentifikasi bahwa secara agregat kondisi pasar periode 1999-2001 masih dalam keadaan *bearish*, meskipun beberapa saham yang diamati ini mengindikasikan sebaliknya. Kondisi pasar *bearish* kecenderungan peningkatan kapitalisasi pasar yang disebabkan oleh

peningkatan volume perdagangan, bukan karena peningkatan harga. Interpretasi tersebut sesuai dengan penjelasan perkembangan BEJ, seperti dirangkum pada Tabel 5.1.

Memperhatikan analisis statistik deskriptif dan uji hipotesis dari parameter SRV dan TVA dari pengaruh *stock split*, dapat disimpulkan bahwa tujuan emiten untuk pemeratakan saham ataupun meningkatkan likuiditas saham melalui kebijakan *stock split*, tidak dapat tercapai. Kesimpulan ini dilandasi fakta:

1. Aktivitas transaksi yang tercermin dari TVA masih sangat rendah, dibandingkan dengan jumlah lembar saham yang beredar, meskipun terjadi kenaikan TVA setelah *stock split*, dan
2. Harga-harga saham setelah *stock split* justru cenderung mengalami penurunan, sehingga terjadi *abnormal return* negatif, informasi *stock split* sesungguhnya tidak memberikan informasi yang bersifat informatif.

6.2. Identifikasi Faktor-faktor yang Menyebabkan SRV dan TVA Sebelum dan Setelah *Stock split* Tidak Berbeda Signifikan

Seperti diketahui, ada dua tujuan emiten melakukan *stock split*, yaitu untuk pemeratakan kepemilikan saham dan menjaga agar harga berada rentang yang optimal. Harga saham yang optimal bersifat relatif, akan tetapi umumnya dimaknai bahwa harga saham dinilai terlalu tinggi (bukan berarti mahal). Dengan dilakukannya dapat diharapkan semakin banyak investor yang mampu menjangkau harga saham tersebut, karena harganya menjadi lebih rendah. Akan tetapi pada akhirnya, keputusan *stock split* diharapkan dapat meningkatkan aktivitas perdagangan saham atau meningkatkan likuiditas saham. Asumsinya adalah, semakin likuid saham, maka saham tersebut akan semakin menarik bagi investor, dan semakin aktif diperdagangkan. Melalui mekanisme tersebut akan dapat mendongkrak harga saham, sehingga return saham akan meningkat.

Akan tetapi hal penting yang perlu digarisbawahi bahwa terciptanya mekanisme yang menyebabkan saham semakin likuid di pasar, memerlukan faktor-faktor pendukung. Faktor-faktor tersebut yang diidentifikasi belum terpenuhi,

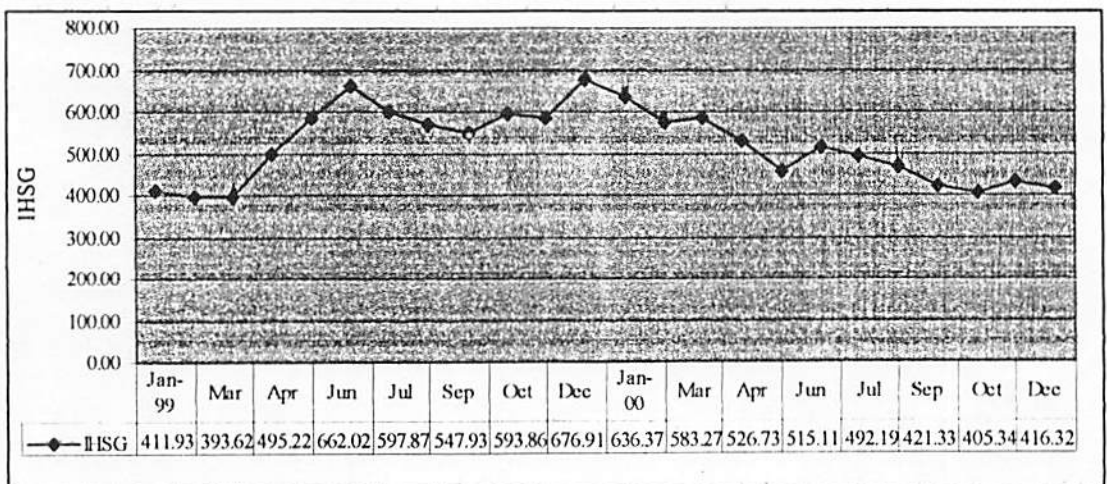
sehingga dari uji hipotesis disimpulkan tidak ada perbedaan SRV dan TVA sebelum dan setelah *stock split*, yang mencerminkan bahwa *stock split*, tidak mengandung informasi yang cukup untuk menarik investor membeli saham-saham tersebut. Identifikasi faktor-faktor tersebut adalah sebagai berikut:

1. Faktor ekonomi makro

Bagaimanapun kondisi ekonomi makro akan mempengaruhi pasar modal. Kondisi ekonomi Indonesia periode 1999-2001 yang masih baru pada tahap *recovery* dari situasi krisis ekonomi belum mampu menggairahkan perdagangan saham di bursa. Kesimpulan tersebut dapat dilihat dari perkembangan volume perdagangan saham dan IHSG. Pada tahun 2000, volume perdagangan dan kapitalisasi mengalami penurunan dibanding tahun 1999, akan tetapi penurunan volume perdagangan lebih rendah daripada penurunan kapitalisasi pasar. Seperti tertera pada Tabel 5.1, diketahui bahwa pada tahun 2000, volume perdagangan turun 24,73%, sedangkan kapitalisasi pasar turun 43,20%. Hal berakibat kepada penurunan ISHG, seperti tampak pada Gambar 6.1. IHSG Desember tahun 2000 turun 260.59 point menjadi 416.32, dibanding Desember 1999 yang berada pada posisi 676.91 point.

Gambar 6.1.

Perkembangan IHSG Tahun 1999-2000



Sumber: JSX Statistic, 2002

Lemahnya kepercayaan investor asing terhadap pasar modal Indonesia, sebagai imbas negatif dari kondisi stabilitas ekonomi dan politik di Indonesia pada periode

tersebut, juga semakin memperburuk perdagangan di bursa. Akibatnya likuiditas pasar modal masih sangat terbatas. Rendahnya likuiditas pasar modal tersebut terbukti dari rendahnya TVA selama periode pengamatan yang berada di bawah 1%.

2. Kondisi faktor fundamental perusahaan, tetap lebih penting daripada sekedar *stock split*, untuk merangsang kenaikan harga saham dan aktivitas perdagangan, karena kemampuan perusahaan menghasilkan *return* dipengaruhi oleh faktor fundamental perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dengan memperhatikan fakta bahwa, meskipun telah melakukan *stock split*, beberapa emiten yang diteliti tetap tidak terjadi kenaikan volume transaksi. Bahkan terjadi penurunan volume transaksi. Dari 17 emiten kategori perusahaan kecil, tiga diantaranya justru mengalami penurunan TVA setelah *stock split*, yaitu PT Igar Jaya, PT Dankos Laboratoties, dan PT Suba Indah. Sedangkan dari 5 emiten kategori perusahaan besar, satu diantaranya mengalami penurunan TVA, yaitu PT United Tractor. Selain itu, beberapa perusahaan kategori kecil juga tidak aktif ditransaksikan setiap hari setelah *stock split*. Misal PT Eka Dharma Tape Industry, (H+1 sampai H+4), PT Budi Acid Jaya (H+2), dan PT Intaco Penta (H+1 dan H+3). Sementara kondisi ekonomi makro yang masih lesu, secara langsung berdampak terhadap kurang kondusifnya bisnis para emiten.
3. *Stock split* sesungguhnya tidak memberikan tambahan kekayaan kepada investor, karena hanya menyebabkan perubahan pada jumlah lembar saham saja, bukan pada nilai saham. Tujuan *stock split* untuk meratakan kepemilikan saham kepada investor yang lebih luas, hanya akan tercapai jika didukung likuiditas pasar yang memadai, jika tidak maka transaksi yang terjadi tetap akan masih terbatas, karena kurangnya permintaan.
4. Tidak adanya publikasi informasi lainnya yang mengandung sinyal positif, yang dapat mengubah penilaian investor terhadap kemampuan saham perusahaan untuk menghasilkan return lebih besar di masa yang akan datang. Faktor tidak adanya informasi lain ini memang menjadi salah satu kriteria dalam menyeleksi 22 sampel dalam penelitian ini.

BAB VII

SIMPULAN DAN SARAN

7.1. Simpulan

Berdasarkan analisis hasil penelitian dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Actual return* sebelum *stock split* lebih besar daripada setelah *stock split*, baik untuk perusahaan kecil maupun perusahaan besar.
2. Selama periode pengamatan, *actual return* perusahaan kecil lebih besar dibanding *actual return* perusahaan besar.
3. Selama periode pengamatan, diperoleh CARt positif baik untuk perusahaan kecil ataupun perusahaan besar, akan tetapi CARt perusahaan kecil lebih rendah daripada *abnormal return* perusahaan besar.
4. Memperhatikan rendahnya TVA perusahaan kecil dan perusahaan besar selama periode pengamatan, mencerminkan bahwa likuiditas pasar modal di BEJ selama tahun 1999-2001 masih sangat terbatas.
5. Pengumuman *stock split* berdampak positif terhadap kenaikan aktivitas transaksi.
6. Selama periode pengamatan, TVA dan kenaikannya sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan besar lebih tinggi daripada perusahaan kecil, yang menunjukkan bahwa pengumuman *stock split*, berdampak lebih kuat bagi kenaikan volume perdagangan perusahaan besar dibanding perusahaan kecil.
7. Uji statistik terhadap H_1 , diperoleh signifikansi $t_{hitung} > 0,05$, sehingga H_0 gagal ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan variabilitas tingkat keuntungan pada perusahaan besar sebelum dan setelah *stock split*.
8. Uji statistik terhadap H_2 , diperoleh signifikansi $t_{hitung} > 0,05$, sehingga H_0 gagal ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan variabilitas tingkat keuntungan sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil.
9. Uji statistik terhadap H_3 , diperoleh signifikansi $t_{hitung} > 0,05$, sehingga H_0 gagal ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan TVA pada perusahaan besar sebelum dan setelah *stock split*.

10. Uji statistik terhadap H_4 , diperoleh signifikansi $t_{hitung} > 0,05$, sehingga H_0 gagal ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan TVA sebelum dan setelah *stock split* pada perusahaan kecil.
11. Berdasarkan hasil uji statistik terhadap H_1 , H_2 , H_3 , dan H_4 , disimpulkan bahwa pengumuman *stock split* tidak mengandung informasi yang mampu mempengaruhi reaksi pasar.

7.2. Saran-saran

Berdasarkan kesimpulan penelitian, maka dapat diajukan saran-saran sebagai berikut:

1. Bagi emiten yang bertujuan untuk meningkatkan likuiditas saham melalui rangsangan *stock split*, diajukan rekomendasi sebagai berikut:
 - a. Keputusan *stock split* perlu dikombinasikan dengan *public expose* lainnya misal rencana *corporate action* untuk meningkatkan kinerja usaha, pembagian deviden, dan lainnya sehingga sentimen positif akan semakin kuat yang diharapkan dapat berdampak kepada kenaikan harga saham.
 - b. Jika tidak ada faktor-faktor lain yang dapat memperkuat sentimen positif terhadap saham perusahaan, misal kondisi perdagangan saham di bursa yang semakin membaik dan ekonomi makro yang mendukung, maka sebaiknya *stock split* tidak perlu dilaksanakan.
2. Bagi investor dalam memilih saham-saham yang melakukan *stock split*, tetap harus melihat faktor fundamental perusahaan dan *corporate action* yang akan dilakukan perusahaan yang bersangkutan.
3. Bagi penelitian berikutnya, penelitian ini perlu ditindaklanjuti dengan arahan dalam menyeleksi sampel perlu diabaikan kriteria adanya *public expose* lain yang dilakukan perusahaan pada saat seputar *stock split*. Hal dimaksudkan untuk mengetahui dampak *stock split* dan *public expose* lainnya terhadap reaksi pasar.

[Faint, illegible text from the reverse side of the page, appearing as bleed-through.]