

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Signaling Theory*

Brigham & Houston (2011 : 214) mendefinisikan *signal* atau sinyal sebagai suatu tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan yang memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen melihat prospek perusahaan.

Forjan dan McCorry (1998) dalam Gusti dan Dewa (2014) menyebutkan bahwa *signaling theory* berhubungan dengan informasi privat yang dimiliki manajer dalam mengambil keputusan keuangan yang digunakan sebagai sinyal dari perusahaan kepada investor. Teori ini berkaitan dengan asimetris informasi, yang menunjukkan adanya asimetris informasi antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan terhadap informasi, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik mengenai prospek perusahaan dibanding investor.

Martono dan Harjito (2007) dalam Liogu dan Saerang (2015) mendefinisikan bahwa *signaling theory* adalah teori yang melihat pada tanda-tanda tentang kondisi yang menggambarkan suatu perusahaan. Teori *signaling* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar dapat diharapkan membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan berkualitas buruk. Agar sinyal tersebut baik, maka harus dapat ditangkap pasar dan dipersepsikan baik serta tidak

mudah ditiru oleh perusahaan yang memiliki kualitas yang buruk. Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi para investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Stock split merupakan upaya menarik perhatian investor dengan memberikan sinyal bahwa perusahaan dalam keadaan baik. Teori *signaling* berargumen bahwa pemecahan saham menunjukkan sinyal optimisme manajemen akan mampu meningkatkan kembali harga saham di masa datang (Tandelilin, 2010: 570). Pengumuman pemecahan saham sering menghasilkan kenaikan harga dari pasar saham tersebut, bahkan meskipun investor menyadari bahwa bisnis perusahaan tidak terpengaruh. Alasannya: Investor melihat keputusan ini sebagai tanda keyakinan manajemen untuk masa yang akan datang (Brealey, Myers dan Marcus, 2008: 46). Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Ikenberry, Rankine, & Stice (1996) yang menemukan bahwa *stock split* digunakan oleh manajemen untuk memberikan sinyal positif tentang harapan kinerja perusahaan di masa depan.

Menurut Baker dan Powell (1993) dalam Fatmawati dan Asri (1999) secara teoritis, motivasi yang melatarbelakangi perusahaan melakukan *split* serta efek yang ditimbulkannya tertuang dalam beberapa hipotesis yakni hipotesis *signalling* dan *liquidity*. Hipotesis *signaling* atau hipotesis *information asymmetry* menyatakan bahwa *stock split* memberikan sinyal yang informatif kepada investor mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pada tingkat asimetri informasi tertentu antara manajer dan investor, manajer kemungkinan besar akan mengambil keputusan untuk *stock split* agar informasi yang menguntungkan dapat

diterima oleh investor. Argumentasi tersebut dapat menambah biaya perusahaan apabila sinyal yang disampaikan adalah kurang tepat (Fatmawati dan Asri, 1999). Sejalan dengan itu, Doran (1995) dalam Elfakhani & Lung (2003) berpendapat bahwa perusahaan yang keliru dalam memberikan sinyal mengenai pendapatan dimasa yang akan datang akan mendapatkan reaksi yang tidak menguntungkan dalam pemberian sinyal pada *stock split* berikutnya, oleh karena itu manajemen harus memberikan sinyal yang benar. Copeland (1979) dalam Khomsiyah & Sulistyono (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan pemecahan saham memerlukan biaya, oleh karena itu hanya perusahaan yang mempunyai prospek bagus saja yang mampu melakukannya.

2.1.2 Efisiensi Pasar

2.1.2.1 Pengertian Efisiensi Pasar

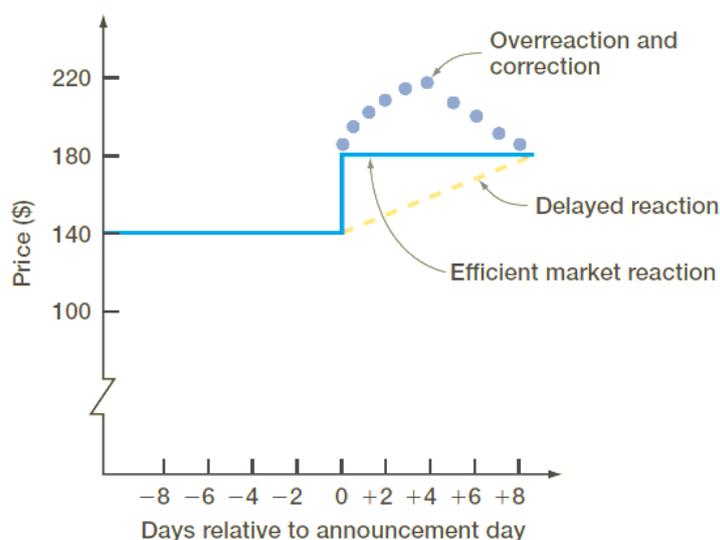
Sejarah pasar modal menunjukkan bahwa nilai pasar saham dan obligasi dapat berfluktuasi secara tidak teratur dari tahun ke tahun, yang menjadi salah satu alasan yang menyebabkan hal tersebut dapat terjadi yaitu harga berubah karena datangnya informasi baru, dan investor menilai kembali nilai aset berdasarkan informasi itu (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010 : 389). Jika pasar benar-benar efisien, maka harga saham akan cepat melakukan penyesuaian terhadap seluruh informasi yang relevan begitu informasi tersebut tersedia (Brigham & Houston, 2011 : 213)

Menurut Tandelilin (2010 : 219) Pasar yang efisien adalah pasar di mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi

yang tersedia baik informasi di masa lalu, maupun informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa memengaruhi perubahan harga.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Hartono, 2015:585). Di pasar modal yang efisien, harga pasar saat ini sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Hal ini berarti bahwa, berdasarkan informasi yang tersedia, harga saat ini tidak terlalu rendah atau terlalu tinggi (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010: 389).

Awal dari literatur efisiensi pasar mengasumsikan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dari harga sekuritas karena penyebaran informasi yang ada terjadi dengan seketika (Hartono, 2015:603).

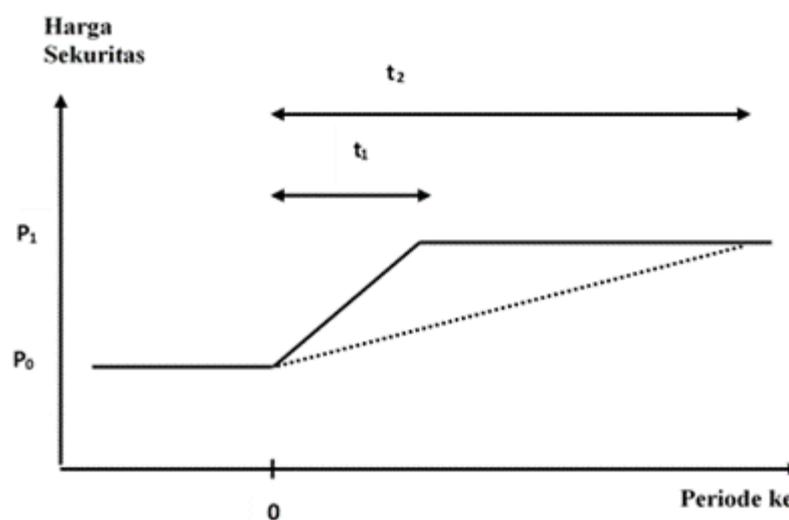


Sumber: Ross, Westerfield, & Jordan, 2010: 390

Gambar 2. 1
Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru di Pasar yang Efisien dan Tidak Efisien

Dalam Gambar 2.1 terdapat tiga kemungkinan penyesuaian harga saham. Garis solid di Gambar tersebut menunjukkan penyesuaian harga saham di pasar efisien. Dalam hal ini, harga dengan seketika menyesuaikan dengan informasi baru dan tidak ada perubahan lebih lanjut dalam harga saham yang terjadi. Garis putus di Gambar tersebut menggambarkan reaksi yang tertunda. Pasar membutuhkan delapan hari atau lebih untuk sepenuhnya menyerap informasi. Garis titik menggambarkan penyesuaian yang berlebihan dan berkelanjutan menuju harga yang benar. Garis putus dan garis titik menunjukkan penyesuaian harga di pasar yang tidak efisien (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010: 390-391)

Konsep terbaru efisiensi pasar tidak mengharuskan kecepatan penyesuaian terjadi seketika, tetapi terjadi dengan cepat (*quickly*) setelah informasi disebar (Hartono, 2015:603).



Sumber : Hartono, 2005: 15

Gambar 2. 2
Kecepatan Penyesuaian Harga Sekuritas

Periode ke-0 adalah periode saat informasi didistribusikan (diumumkan) kepada publik. Sebelum periode ini harga ekuilibrium adalah P_0 . Diasumsikan bahwa informasi merupakan kabar baik (*good news*) yang akan menaikkan ekuilibrium harga menjadi P_1 (sebaliknya jika informasi merupakan *bad news* akan menurunkan harga dari ekuilibrium). Pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga ekuilibrium yang baru ini dilakukan dengan sangat cepat, yaitu sebesar t_1 . Waktu t_1 ini tidak harus seketika, tetapi harus dalam waktu yang sangat cepat. Seberapa cepat waktu t_1 untuk dapat menyerap semua informasi tergantung pada jenis informasinya. Sebaliknya, pasar dikatakan tidak efisien jika kecepatan penyesuaian cukup lama, yaitu sebesar t_2 (Hartono, 2005: 15-16).

Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respons atas informasi baru yang masuk ke pasar. Meskipun proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang dipentingkan adalah harga yang terbentuk tersebut tidak bias. Dengan demikian, pada waktu tertentu pasar bisa *overadjusted* atau *underadjusted* ketika bereaksi terhadap informasi baru, sehingga harga baru yang terbentuk tersebut bisa jadi bukan merupakan harga yang mencerminkan nilai intrinsik dari sekuritas tersebut. Jadi hal yang penting dari mekanisme pasar efisien adalah harga yang terbentuk tidak bias dengan estimasi harga keseimbangan. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah sepenuhnya menilai dampak dari informasi tersebut (Tandelilin, 2010 : 219).

2.1.2.2 Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Menurut Elton dkk (2014 : 410) *The Efficient Market Hypothesis (EMH)* adalah teori tentang harga sekuritas mencerminkan nilai ekonomis dari semua informasi yang tersedia saat ini. Serupa dengan pernyataan tersebut Thomsett (2015: 171-173) menyatakan bahwa *the efficient market hypothesis* atau *the efficient market theory* meyakini bahwa harga saham saat ini telah memperhitungkan semua informasi yang tersedia tentang perusahaan itu — dengan kata lain, teori pasar yang menyatakan bahwa pasar bertindak efisien, dan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang diketahui setiap saat. Berdasarkan *the efficient market hypothesis* tidak mungkin untuk secara konsisten mendapatkan *return* yang lebih baik dari rata-rata pasar. Dengan kata lain, karena semua harga tepat berdasarkan informasi terkini, tidak ada sistem yang tersedia untuk mengungguli pasar. Hal ini sesuai dengan asumsi bahwa pasar saham adalah pasar yang rasional. Ini berarti bahwa pasar selalu adil dan wajar, dan ini tercermin dalam harga. Senada dengan itu Brigham & Houston (2011: 212) menyatakan bahwa dalam hipotesis pasar efisien (*efficient markets hypothesis – EMH*) (1) saham selalu ada dalam keadaan ekuilibrium, dan (2) investor yang terus “mengalahkan pasar” secara konsisten adalah suatu hal yang mustahil.

Aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut. Sedangkan pada pasar yang kurang efisien harga sekuritas akan kurang bisa mencerminkan semua informasi yang ada, atau terdapat *lag* dalam proses

penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut (Tandelilin, 2010: 221).

Tandelilin (2010: 221) menyatakan bahwa dalam kenyataannya sulit sekali ditemui baik itu pasar yang benar-benar efisien ataupun benar-benar tidak efisien. Pada umumnya pasar akan efisien tetapi pada tingkat tertentu saja.

Fama (1970) dalam Tandelilin (2010: 223-224), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga bentuk *efficient market hypothesis* (EMH), sebagai berikut.

1. Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut (seperti harga dan volume perdagangan, serta peristiwa di masa lalu) tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham di masa datang dengan menggunakan data historis, seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal.

2. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang). Pada pasar efisien bentuk setengah kuat,

return tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman (publikasi) suatu peristiwa sebagai representasi dari respons pasar terhadap pengumuman tersebut. Suatu pasar dinyatakan efisien dalam bentuk setengah kuat bila informasi terserap atau direspons dengan cepat oleh pasar (dalam satu hingga dua spot waktu atau dari di sekitar pengumuman). *Return* tak normal yang terjadi berkepanjangan (lebih dari tiga spot waktu) mencerminkan sebagian respons pasar terlambat dalam menyerap atau menginterpretasi informasi, dan dengan demikian dianggap pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat.

3. Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dan semua informasi yang dipublikasikan ditambah dengan informasi yang tidak dipublikasikan. Pada pasar efisien bentuk kuat tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh *return* tak normal.

2.1.2.3 Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

Hartono (2015: 586) membagi efisiensi pasar kedalam dua bentuk efisiensi pasar sebagai berikut.

1. Efisiensi pasar secara informasi, merupakan bentuk efisiensi pasar yang ditinjau dari ketersediaan informasi. Efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi.
2. Efisiensi pasar secara keputusan, merupakan bentuk efisiensi pasar yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia. Maka efisiensi pasar secara keputusan

mempertimbangkan dua buah faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar.

2.1.2.4 Alasan-Alasan Pasar yang Efisien dan Tidak Efisien

Tandelilin (2010 :220-221) menjelaskan ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien berikut ini.

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham. Di samping itu mereka merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.
3. Informasi yang terjadi bersifat random.
4. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Jika kondisi-kondisi tersebut terpenuhi maka akan terbentuk suatu pasar yang para investornya dengan cepat melakukan penyesuaian harga sekuritas ketika terdapat informasi baru di pasar (informasi ini terjadi secara *random*), sehingga harga-harga sekuritas di pasar tersebut akan secara cepat dan secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia. Karena informasi yang mempengaruhi harga sekuritas tersebut terjadi secara *random* maka perubahan harga yang terjadi akan bersifat independen satu dengan lainnya dan bergerak

secara *random* pula. Artinya, perubahan harga yang terjadi hari ini tidak tergantung kepada perubahan harga yang terjadi di waktu yang lalu karena harga baru tersebut berdasarkan pada reaksi investor terhadap informasi baru yang terjadi secara *random*.

Sebaliknya Hartono (2015: 609-610) menjelaskan pasar dapat menjadi tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut ini terjadi.

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi yang sama. Kondisi ini terjadi jika penyebaran informasi tidak merata sehingga ada sebagian pelaku pasar yang menerima informasi tepat waktunya, sebagian menerima informasi dengan terlambat dan sisanya mungkin tidak menerima informasi sama sekali. Kemungkinan lain dari kondisi ini adalah pemilik informasi memang tidak berniat untuk menyebarkan informasinya untuk kepentingan mereka sendiri.
3. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-pelaku pasar.
4. Investor adalah individual-individual yang lugas (*naive investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*). Untuk pasar yang tidak efisien, masih banyak investor yang bereaksi terhadap informasi secara lugas (*naive fashion*), karena mereka mempunyai kemampuan yang terbatas di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena mereka tidak

canggih, maka sering kali mereka melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat.

2.1.2.5 Pengujian *Efficient Market Hypothesis* (EMH)

Fama (1970) dalam Hartono (2015 : 611) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga kategori yang dihubungkan dengan bentuk-bentuk efisiensi pasar sebagai berikut ini:

1. Pengujian-pengujian bentuk lemah (*weak-form tests*), yaitu seberapa kuat informasi masa lalu dapat memprediksi *return* masa depan.
2. Pengujian-pengujian bentuk setengah kuat (*semi-strong test*), yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan.
3. Pengujian-pengujian bentuk kuat (*strong-form tests*), yaitu untuk menjawab pertanyaan apakah investor mempunyai informasi privat yang tidak terefleksi di harga sekuritas.

Fama (1991) dalam Hartono (2015 : 611-612) mengusulkan untuk mengubah nama ketiga macam kategori pengujian bentuk efisiensi pasar tersebut. Nama-nama pengujian yang diusulkan adalah sebagai berikut.

1. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk lemah diganti menjadi pengujian-pengujian terhadap pendugaan *return* (*test for return predictability*).
2. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat dirubah menjadi studi-studi peristiwa (*event studies*).
3. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk kuat diusulkan menjadi pengujian-pengujian terhadap informasi privat (*test for private information*).

2.1.2.6 Studi Peristiwa

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Suatu pengumuman mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat reaksi pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*information efficient market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika investor bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru. Jika investor menyerap *abnormal return* dengan lambat, maka pasar

dikatakan tidak efisien bentuk setengah kuat secara informasi (Hartono, 2015 : 623-625).

Tandelin (2010 : 240-241) menjelaskan tahapan yang menjadi standar metodologi yang biasanya digunakan dalam *event studies* ini adalah sebagai berikut:

1. Mengumpulkan sampel, yaitu perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (*event*).
2. Mengidentifikasi hari pengumuman atau *event*.
3. Menentukan periode analisis. Periode analisis dibagi menjadi dua, yaitu: (i) periode estimasi untuk menghitung *return* harapan $E(R_i)$ dan (ii) periode pengamatan (jendela) untuk menghitung *return* aktual dan retur tak normal.
4. Menghitung *return* aktual masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan.
5. Menghitung *return* tak normal, yang dihitung dengan mengurangi *return* aktual yang sebenarnya dengan *return* harapan.
6. Menghitung rata-rata tak normal semua sampel setiap hari. Dari data yang diperoleh, kita dapat menggambarkan adanya pengaruh *event* terhadap perubahan harga selama periode pengamatan yang ditentukan.
7. Terkadang *return* tak normal harian tersebut digabungkan untuk menghitung *return* tak normal kumulatif selama periode tertentu.
8. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh.

2.1.3 Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Hartono, 2015). *Return* merupakan salah satu motivasi dan tujuan dari investasi. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah deviden di masa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut (Tandelilin, 2010).

Sumber-sumber *return* terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Dalam saham *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang diperoleh. Sedangkan *capital gain (loss)* sebagai komponen kedua dari *return* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat hutang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Dalam kata lain, *capital gain (loss)* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas (Tandelilin, 2010 : 102).

2.1.3.1 Return Realisasian

Menurut Hartono (2015: 263) *Return* realisasian (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasian dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasian atau *return* histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasian (*expected return*) dan risiko dimasa

datang. *Return* realisasian atau *return* sesungguhnya dapat dihitung dengan rumus berikut.

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$ = *Actual return* saham i pada hari ke-t.

P_t = Harga saham i pada hari ke-t.

P_{t-1} = Harga saham i pada hari sebelumnya.

2.1.3.2 Return Ekspektasian

Return ekspektasian (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasian yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasian sifatnya belum terjadi (Hartono, 2015: 263).

Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasian menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

1. *Mean-adjusted model*

Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*) (Hartono, 2015: 648)

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke – i pada periode peristiwa ke – t

$R_{i,j}$ = *Return* realisasi sekuritas ke – i pada periode estimasi ke – j

T = Lamanya periode estimasi

2. *Market-Adjusted Model*

Model sesuaian-pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak diperlukan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar (Hartono, 2015: 648).

$$R_{M,t} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{M,t}$ = *Return* indeks pasar pada hari ke- t

$IHS G_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke- t

$IHS G_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari sebelumnya

3. *Market Model*

Teknik ini merupakan cara yang lebih canggih dengan menggambarkan hubungan antar sekuritas dengan pasar dalam sebuah persamaan regresi linear sederhana antara *return* sekuritas dengan *return* pasar (Tandelilin, 2010: 226).

Market model digambarkan dengan persamaan berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Keterangan:

α_i = *Intercept* dalam regresi untuk sekuritas i . Ini merupakan komponen *return* yang tidak tergantung dengan *return* pasar.

β_i = Koefisien regresi yang menyatakan slope garis regresi. Ini mengukur perubahan yang diharapkan dalam *return* sekuritas sehubungan dengan perubahan dalam *return* pasar.

R_m = *Return* indeks pasar pada periode estimasi.

e_i = Kekeliruan regresi. Ini mengukur deviasi *return* yang diobservasi dengan *return* yang diprediksi oleh regresi dan mempunyai nilai harapan sama dengan nol.

2.1.3.3 Abnormal Return

Menurut Hartono (2015: 657) *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasian (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian, sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan :

$RTN_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke – i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = *Return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke -i pada periode peristiwa ke- t

$E[R_{i,t}]$ = *Return* ekspektasian sekuritas ke – i untuk periode peristiwa ke – t

2.1.4 *Stock Split*

2.1.4.1 Pengertian *Stock Split*

Manajemen dari banyak perusahaan merasa yakin bahwa untuk menjalin hubungan masyarakat yang lebih baik, kepemilikan yang lebih luas sangat diperlukan. Karena itu, mereka ingin memiliki harga pasar yang cukup rendah sehingga berada dalam batas kemampuan mayoritas calon investor. Untuk mengurangi nilai pasar saham, cara yang biasa dipakai adalah melakukan pemecahan saham (*stock split*) (Kieso, Weygandt, & Warfield, 2008: 327)

Menurut Brigham & Houston (2011: 235) *stock split* atau pemecahan saham merupakan suatu tindakan yang diambil oleh suatu perusahaan untuk meningkatkan jumlah lembar saham beredar, seperti melipatgandakan jumlah lembar saham beredar dengan memberikan dua saham baru kepada setiap pemegang saham untuk setiap satu lembar saham yang sebelumnya ia miliki. Pemecahan saham dapat terjadi dalam berbagai ukuran dapat berupa pemecahan dua untuk satu, tiga untuk satu, satu setengah untuk satu, atau berapa pun juga.

Menurut Harrison dkk (2013: 27) *stock split* adalah kenaikan jumlah saham yang diotorisasi, diterbitkan, dan beredar, yang dirangkai dengan pengurangan nilai nominal saham secara proporsional. Sementara itu, Ross, Westerfield, & Jordan (2010: 568) mendefinisikan *Stock split* sebagai peningkatan saham perusahaan yang beredar tanpa adanya perubahan ekuitas pemilik. Pemecahan saham dinyatakan dengan rasio. Saat pemecahan diumumkan, setiap saham dibagi untuk membuat saham tambahan. Misalnya, dalam pemecahan saham tiga-untuk-satu, setiap saham lama dibagi menjadi tiga saham baru.

Pengertian-pengertian tersebut selaras dengan yang dikemukakan oleh Hartono (2010) *Stock Split* atau pemecahan saham adalah memecah selembar saham menjadi n lembar saham. Harga per lembar saham baru setelah *stock split* adalah sebesar $1/n$ dari harga sebelumnya. Pemecahan saham atau *stock split* dilakukan perusahaan sehingga jumlah lembar saham meningkat tetapi nilai nominal dan harga saham akan berkurang. Pengurangan nilai nominal akan proporsional dengan rasio pemecahannya. Apabila dilakukan pemecahan dari 1 saham lama menjadi 2 saham baru, maka nilai nominal akan berkurang tinggal separohnya. Harga saham dipasar juga akan tinggal separoh dari harga semula, kecuali terjadi perubahan pengharapan para pemodal akan prospek dan risiko perusahaan setelah *split* tersebut (Husnan dan Pudjiastuti, 2015 : 319)

2.1.4.2 Alasan Perusahaan Melakukan *Stock Split*

Banyak investor percaya bahwa pemecahan saham akan meningkat nilai dari harga saham karena saham dihargai lebih rendah, yang akan meningkatkan permintaan akan saham tersebut (Reilly & Brown, 2012 : 162). *Stock split* pada umumnya dilakukan setelah terjadinya kenaikan harga secara tajam untuk menghasilkan pengurangan harga dalam jumlah besar. Pemecahan saham biasanya dilakukan oleh perusahaan yang merasa harga saham yang lebih rendah akan memungkinkan investor berpartisipasi dalam saham perusahaan. Harga saham yang lebih rendah juga memungkinkan pasar lebih aktif dan likuid. Sebenarnya *stock split* tidak menambah nilai dari perusahaan atau dengan kata lain *stock split* tidak mempunyai nilai ekonomis. *Stock split* memberikan manajemen cara pemberian sinyal dengan biaya yang rendah bahwa prospek perusahaan terlihat bagus.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2015 : 319) biasanya terdapat dua alasan perusahaan melakukan *stock split* yaitu:

1. Dengan memecah saham maka jumlah lembar saham meningkat sehingga diharapkan likuiditas saham tersebut di bursa akan meningkat pula. Likuiditas meningkat berarti saham tersebut menjadi makin sering diperdagangkan sehingga harga yang terbentuk akan menjadi wajar.
2. Manajemen perusahaan mungkin memperkirakan bahwa harga saham perusahaan tersebut akan makin tinggi di masa yang akan datang sebagai akibat prospek yang sangat baik. Kalau harga saham menjadi makin tinggi, dikhawatirkan pemodal menjadi makin sulit untuk membeli satu lot (500 saham di Bursa Efek Indonesia) saham tersebut. Apabila harga saham per lembar mencapai Rp100.000 maka untuk membeli satu lot saja sudah memerlukan Rp50 juta.

Kunz & Rosa-Majhensek (2008) mengemukakan beberapa teori yang menjelaskan mengapa perusahaan melakukan *stock split*, sebagai berikut.

1. Untuk mencapai range harga yang optimal agar saham likuid (*the optimal price range hypothesis*). Teori ini dikemukakan oleh Copeland (1979) yang menyatakan bahwa terdapat *optimal range* harga saham. Ketika harga saham dinilai terlalu mahal, dengan melakukan *stock split* akan membuat harga saham kembali ke *optimal range* tersebut.
2. Untuk mencapai *optimal tick size* (*the market maker hypothesis*).
3. Untuk memberi sinyal bahwa manajemen yakin akan harga saham di masa yang akan datang (*the signaling hypothesis*). Penurunan harga saham yang

dihasilkan dari pemecahan saham menunjukkan keyakinan manajemen atas peningkatan pendapatan di masa depan (Fama, Fisher, Jensen, dan Roll, 1969)

Tidak jauh berbeda, Kieso dan Weygandt (2007) Widiastuti & Usmara (2005) juga menjelaskan alasan perusahaan melakukan *stock split* yaitu:

1. Untuk menyesuaikan harga pasar saham perusahaan pada tingkat di mana individu dapat lebih banyak menginvestasikan dananya pada saham tersebut.
2. Untuk menyebarkan atau memperluas pemegang saham dengan meningkatkan jumlah saham yang beredar dengan nilai pasar yang dapat dijangkau.
3. Untuk menguntungkan pemegang saham yang ada dengan memberikan kesempatan pada mereka untuk mengambil manfaat dari suatu penyesuaian pasar yang tidak sempurna setelah *stock split*.

Ikenberry, Rankine, & Stice, (1996) dalam penelitiannya menemukan bukti bahwa *stock split* mengakibatkan terjadinya penataan kembali harga saham pada rentang yang lebih rendah dalam kisaran perdagangan. Dengan mengarahkan harga saham pada rentang tertentu, diharapkan semakin banyak partisipan pasar akan terlibat dalam perdagangan dan akan meningkatkan likuiditas saham di bursa.

2.1.4.3 Dampak *Stock Split* terhadap Harga Saham

Brigham & Houston (2011: 236) merangkum temuan-temuan beberapa studi empiris dampak *stock split* terhadap harga saham sebagai berikut.

1. Pada umumnya, harga saham suatu perusahaan akan naik tak berapa lama setelah perusahaan tersebut mengumumkan pecah saham.
2. Salah satu alasan mengapa pecah saham dapat mengarah pada harga yang lebih tinggi adalah investor sering kali menjadikan pecah saham sebagai sinyal

adanya laba di masa depan yang lebih tinggi. Karena hanya perusahaan yang manajemennya merasa keadaan akan baik yang cenderung untuk memecah sahamnya, pengumuman pecah saham dipandang sebagai suatu sinyal bahwa laba dan dividen tunai kemungkinan akan naik. Jadi kenaikan harga yang dikaitkan dengan pecah saham bisa jadi merupakan hasil dari suatu sinyal laba dan dividen yang menguntungkan.

3. Jika perusahaan mengumumkan pecah saham, harganya cenderung akan naik. Akan tetapi, jika selama beberapa bulan perusahaan tidak mengumumkan adanya kenaikan pada laba dan dividen, maka harga sahamnya akan turun kembali ke tingkat semula.
4. Dengan menciptakan lebih banyak saham dan menurunkan harga saham, pecah saham juga kemungkinan akan meningkatkan likuiditas saham. Hal ini cenderung akan meningkatkan nilai perusahaan.
5. Terdapat pula bukti bahwa pecah saham mengubah kombinasi pemegang saham. Proporsi perdagangan yang dilakukan oleh investor individual cenderung meningkat setelah adanya pecah saham, sementara proporsi perdagangan yang dilakukan oleh investor institusional cenderung menurun.

2.2 Kerangka Pemikiran

Pengujian efisiensi pasar berdasarkan *abnormal return* dari *stock split* merupakan pengujian untuk mengetahui kondisi pasar dalam penyesuaian harga saham menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respons atas informasi dari peristiwa *stock split* yang masuk ke pasar. Pasar yang dimaksud dan akan diteliti

dalam penelitian ini adalah Bursa Efek Indonesia. Bursa Efek Indonesia yang merupakan pasar modal Indonesia menjadi tempat transaksi jual beli sekuritas bagi emiten dan investor. Lebih jelasnya definisi menurut Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek antara mereka. Bursa Efek Indonesia terus mengalami perkembangan salah satunya dalam jumlah investor, pada akhir tahun 2020 jumlah investor di pasar modal mencapai 3.697.284. Emiten harus bisa memanfaatkan kenaikan jumlah investor untuk dapat mencapai tujuan perusahaan. Informasi menjadi komponen penting di Bursa Efek Indonesia. Informasi menjadi penghubung antara emiten dan investor. Investor dalam pengambilan keputusan investasi akan berdasarkan informasi yang tersedia di pasar. Oleh karena itu emiten harus bisa memberikan informasi yang dibutuhkan oleh investor, informasi juga bisa dianggap sebagai sinyal positif oleh investor mengenai prospek perusahaan di masa depan. Salah satu cara yang dilakukan oleh emiten untuk memberikan informasi mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang adalah dengan aksi korporasi.

Stock split atau pemecahan saham merupakan salah satu bentuk aksi korporasi perusahaan yang memecah selebar saham menjadi beberapa lembar saham, sehingga jumlah saham yang beredar menjadi berlipat dan nilai nominal saham dibagi sesuai dengan rasio pemecahan. Likuiditas saham menjadi alasan utama dari sebagian besar perusahaan yang melakukan *stock split*. Harga saham yang dinilai terlalu tinggi dikhawatirkan membuat investor semakin sulit untuk membeli saham sehingga akan mempengaruhi likuiditas saham tersebut.

Sedangkan harga saham yang lebih rendah akan lebih terjangkau bagi investor ditambah dengan semakin banyak saham yang beredar akan menarik lebih banyak investor untuk berinvestasi pada saham tersebut, sehingga akan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham yang cenderung akan meningkatkan harga saham. Akan tetapi, jika selama beberapa bulan perusahaan tidak mengumumkan adanya kenaikan pada laba dan dividen, maka harga sahamnya akan turun kembali ke tingkat semula (Brigham & Houston, 2011: 236). Alasan perusahaan melakukan *stock split* tersebut didukung oleh *trade range theory* atau teori likuiditas. Teori likuiditas berargumen bahwa pemecahan saham akan membawa harga saham pada tingkat yang lebih murah dan menarik bagi investor, sehingga saham menjadi lebih likuid dan dengan meningkatnya permintaan saham akan dapat meningkatkan harga saham (Tandelilin, 2010: 570). Harjanti Widiastuti dan Umara (2005) dalam penelitiannya membuktikan bahwa tingkat kemahalan harga saham yang diukur dengan PBV berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan perusahaan untuk melakukan *stock split*. Sejalan dengan itu, Endang Sri Utami (2012) dalam penelitiannya juga membuktikan bahwa harga saham mempengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan *stock split*.

Pengumuman aksi korporasi perusahaan akan mengundang reaksi pasar karena terdapat informasi yang bernilai ekonomis dari pengumuman tersebut. *Stock split* sebenarnya tidak mempunyai nilai ekonomis. Jika suatu pengumuman tidak memiliki nilai ekonomis, untuk pasar yang efisien, maka seharusnya pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman tersebut. Jika pasar bereaksi pada waktu pengumuman *stock split*, bukan berarti bahwa pasar bereaksi karena informasi *stock split* tersebut yang tidak memiliki nilai ekonomis, tetapi bereaksi karena

mengetahui prospek perusahaan dimasa depan yang disinyalkan melalui *stock split* (Hartono, 2015: 630-632). Dalam *signaling theory*, pemecahan saham digunakan untuk menunjukkan sinyal optimisme manajemen akan mampu meningkatkan kembali harga saham di masa datang (Tandelilin, 2010: 570). Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Roger M. Kunz dan Sandro Rosa-Majhensek (2008) yang membuktikan bahwa *stock split* adalah sarana untuk mengirim sinyal positif ke pasar saham. Copeland (1979) dalam Khomsiyah & Sulistyono (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan pemecahan saham memerlukan biaya, oleh karena itu hanya perusahaan yang mempunyai prospek bagus saja yang mampu melakukannya. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian Harjanti Widiastuti dan Usmara (2005) yang bahwa terdapat perbedaan nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q* sebelum dan setelah *stock split*.

Stock split yang dianggap sebagai sinyal positif akan menimbulkan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan perubahan harga saham yang juga berarti perubahan terhadap *return* saham yang dapat diukur dengan *abnormal return*. Perubahan harga saham dapat dilihat dengan membandingkan harga saham penutupan hari ke t dengan harga saham penutupan hari ke $t-1$. Selisih antara harga saham penutupan hari ke t dengan harga saham penutupan hari ke $t-1$ akan menimbulkan *return* yang dapat dihitung dengan menggunakan rumus *return* harian yang kemudian disebut sebagai *return* realisasian. *Abnormal return* merupakan selisih antar *return* ekspektasian dengan *return* realisasian. *Return* ekspektasian dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan estimasi *market model*. Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa *stock split* berpengaruh terhadap *abnormal return* karena pengumuman *stock split* akan menyebabkan perubahan pada *abnormal return*,

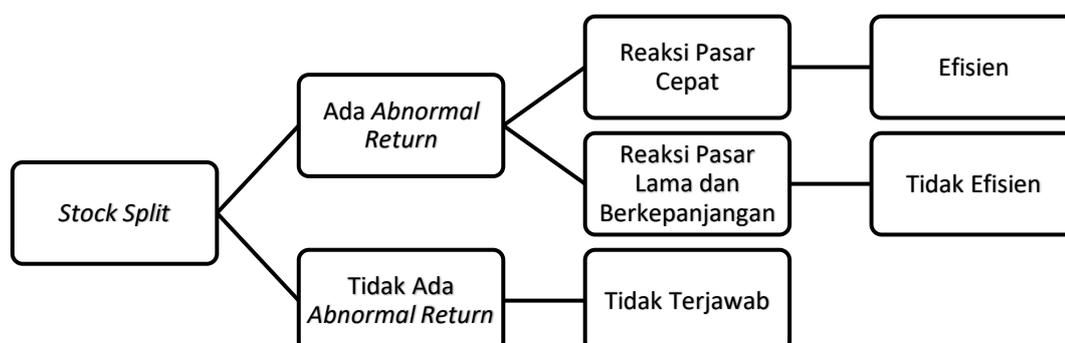
sehingga akan terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *stock split*. Perbedaan *abnormal return* ini telah diteliti oleh Zein, Novita dan Eka (2009) dengan hasil bahwa *abnormal return* sebelum *stock split* berbeda signifikan dengan *abnormal return* setelah *stock split*. penelitian lain yang dilakukan oleh Ruzbeh J. Bodhanwala (2015) juga menemukan perbedaan yang signifikan *abnormal return* dan CAR sebelum dan sesudah pengumuman *stock split* pada Indian *stocks*.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang) (Tandelilin, 2010: 223). Pengujian Efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi melibatkan pengujian kandungan informasi dan kecepatan reaksi pasar dalam menyerap *abnormal return* (Hartono, 2015). Menurut Tandelilin (2010) reaksi pasar yang cepat dan tidak berkepanjangan apabila *abnormal return* diserap oleh pasar tidak lebih dari tiga spot waktu. Pengujian kandungan informasi menguji reaksi pasar terhadap pengumuman *stock split* yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari saham yang bersangkutan dan diukur dengan *abnormal return* (Hartono, 2015).

Pengumuman *stock split* akan menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman yang berarti terdapat kandungan informasi dalam pengumuman *stock split*. Karena *stock split* dianggap sebagai sinyal positif dan pasar merespons sinyal tersebut. *Abnormal return* signifikan yang

ada kemudian akan diserap oleh pasar dalam interval satu sampai dengan tiga spot waktu atau dengan kata lain *abnormal return* signifikan hanya ada dalam interval satu hingga tiga spot waktu untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru. Dengan adanya *abnormal return* signifikan yang diserap dengan cepat oleh pasar maka pasar sudah efisien bentuk setengah kuat secara informasi terhadap *stock split*. Penelitian yang dilakukan oleh Putu Gede Aditama Putra dan I Gusti Ngurah Agung Suaryana (2019) yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman *stock split* dan hasil penelitian menemukan *abnormal return* yang signifikan akibat dari pengumuman *stock split*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Suko Harjono (2000) menemukan bahwa Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk setengah kuat terhadap *stock split* karena pasar bereaksi dengan cepat yaitu hanya membutuhkan waktu satu hari untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju harga keseimbangan yang baru.

Uraian di atas dapat digambarkan ke dalam bagan kerangka pemikiran sebagai berikut.



Gambar 2. 3
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan identifikasi masalah dan mengacu pada beberapa teori dan penelitian terdahulu, serta kerangka pemikiran yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut.

Ha₁ : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *stock split*.

Ha₂ : Terdapat *abnormal return* signifikan yang diserap secara cepat oleh pasar di sekitar pengumuman *stock split*.