

APLIKASI BISNIS

Volume 4 Nomor 5, Februari 2003

Tantangan Profesi Audit Sistem Informasi Indonesia Memasuki Era Informasi
Sigit Handoyo

**Pengaruh Pemecahan Saham Terhadap Abnormal Return
dan Likuiditas Saham: Analisis Di Bursa Efek Jakarta**
Sukardi

**Analisa Pengaruh *Right Issue* Terhadap Dividen dan *Capital Gain*
pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Tahun 1992-1999**
Hadri Kusuma dan Fitri Wulandari

**Perkembangan Ekonomi di Negara Muslim; Telaah Keberadaan Nilai Islam
Dalam Sistem Ekonomi di Negara Muslim**
Heri Sudarsono

The Stock Price Reaction to Dividend Announcements
D. Agus Harjito



Diterbitkan oleh :

Program D-3
Fakultas Ekonomi
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
Yogyakarta



APLIKASI BISNIS

DAFTAR ISI

Dari Redaksi	iii
Tantangan Profesi Audit Sistem Informasi Indonesia Memasuki Era Informasi <i>Sigit Handoyo</i>	321-327
Pengaruh Pemecahan Saham Terhadap Abnormal Return dan Likuiditas Saham: Analisis Di Bursa Efek Jakarta <i>Sukardi</i>	328-346
Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Saham Dengan Kinerja Portofolio Optimal Model Indeks Tunggal <i>Nurfauziah</i>	347-374
Implikasi Teknologi Manufaktur Tingkat Lanjut terhadap Akuntansi Manajemen <i>Suwaldiman</i>	375-385
Bursa Berjangka dan Kontrak Berjangka: Sebuah Alternatif Berinvestasi <i>Palupi Dewi</i>	386-396
Analisa Pengaruh <i>Right Issue</i> Terhadap Dividen dan <i>Capital Gain</i> pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Tahun 1992-1999 <i>Hadri Kusuma dan Fitri Wulandari</i>	397-407
Perkembangan Ekonomi di Negara Muslim; Telaah Keberadaan Nilai Islam Dalam Sistem Ekonomi di Negara Muslim <i>Heri Sudarsono</i>	408-423
<i>The Stock Price Reaction to Dividend Announcements</i> <i>D. Agus Harjito</i>	424-436

PENGARUH PEMECAHAN SAHAM TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN LIKUIDITAS SAHAM : ANALISIS DI BURSA EFEK JAKARTA

Oleh :
Sukardi*)

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mencari bukti empirik apakah abnormal return perusahaan yang melakukan stock split dan diikuti kenaikan earning berbeda secara signifikan antara sebelum stock split dan satu minggu setelah stock split. Disamping itu penelitian ini juga ingin mengungkap apakah likuiditas saham yang diukur dengan aktivitas volume perdagangan (Trading Volume Activity) berbeda secara signifikan antara sebelum stock split dan setelah stock split.

Data yang digunakan adalah data harga saham perusahaan yang melakukan stock split di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1995 – 1996 tetapi tidak melakukan aktivitas membagi dividen saham, kebijakan right issue, pembagian saham bonus dan pengumuman lainnya yang hampir bersamaan dengan stock split. Dengan menggunakan model indeks tunggal dan Trading Volume Activity yang dilanjutkan dengan uji signifikansi dapat digunakan untuk menjawab kedua tujuan penelitian ini.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara abnormal return sebelum stock split dan setelah stock split dari perusahaan yang melakukan stock split dan diikuti kenaikan earning. Juga tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara likuiditas perdagangan saham sebelum stock split dan setelah stock split.

Keywords : Stock split, market reaktion, Trading volume activity, hipotesis signaling, hipotesis liquidity, investor odd lot , investor round lot, Emiten dan investor.

*) Sukardi, SE, M.Si adalah Dosen Tetap Program D-3 Fakultas Ekonomi Islam Universitas Islam Indonesia

A. LATAR BELAKANG MASALAH

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu wahana untuk menghimpun dana dan menyalurkan dana masyarakat. Hal ini berarti bahwa dalam pasar modal terdapat dua pihak yang berkepentingan, yaitu pemodal / investor dan emiten / penerbit saham. Pemodal sebagai pihak yang kelebihan dana dapat menginvestasikan dananya pada *financial asset* melalui pasar modal, dengan harapan mendapatkan keuntungan atas investasinya baik berupa dividen maupun berupa *capital gain*. Sedangkan emiten bisa memanfaatkan pasar modal untuk memperoleh sumber pembiayaan perusahaan yang selanjutnya juga diharapkan bisa menghasilkan pendapatan dan laba.

Sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual saham, para pemodal sangat memerlukan informasi, baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan. Informasi ini digunakan untuk pengambilan keputusan yang berkaitan dengan pemilihan *portfolio* investasi yang paling menguntungkan dengan tingkat resiko tertentu. Jika pasar bereaksi secara cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang seluruhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar semacam ini disebut dengan pasar modal yang efisien.

Menurut Brigham dan Gapenski, 1994, *Stock split* atau pemecahan saham merupakan salah satu bentuk informasi yang diberikan oleh emiten untuk menaikkan jumlah saham yang beredar. Distribusi saham sebagai akibat dari *stock split* tersebut hanya mempengaruhi perusahaan secara "kosmetik" yakni hanya membagi *corporate pie* dalam jumlah yang lebih kecil (Barker dan Powell, 1993). Hal ini terjadi karena *stock split* dilakukan dengan memecah selebar saham menjadi dua atau lebih lembar saham dimana nilai totalnya sama. Ini artinya pengumuman *stock split* tidak mempunyai nilai ekonomis.

Sebagian besar manajer perusahaan yang melakukan *stock split* percaya bahwa *stock split* akan mengembalikan harga saham pada kisaran perdagangan yang optimal yang selanjutnya dapat menambah daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut sehingga membuat saham lebih likuid untuk diperdagangkan. Hal ini akan mengubah *investor odd lot* – investor yang membeli saham kurang dari 500 lembar saham (< 1 lot) — menjadi *investor round lot*—investor yang melakukan pembelian saham minimal 500 lembar saham atau minimal 1 lot (Mc Gough, 1993)

Secara teoritis, motivasi yang melatar belakangi perusahaan melakukan *stock split* serta efek yang ditimbulkannya tertuang dalam beberapa hipotesis yakni hipotesis *signaling* dan *liquidity* (Baker dan Powell, 1993). Hipotesis *signaling* (*information asymetry*) menyatakan bahwa *stock split* memberikan sinyal kepada investor mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Sedangkan hipotesis *liquidity* menjelaskan keinginan manajer perusahaan dalam meningkatkan likuiditas perdagangan. Penjelasan ini didukung oleh adanya pandangan bahwa perusahaan yang melakukan *stock split* akan menambah daya tarik investor akibat semakin rendahnya harga saham. Kondisi ini menyebabkan semakin bertambahnya jumlah saham yang diperdagangkan dan jumlah pemegang saham (C.G. Lamoureux & P. Poon, 1987).

Studi empiris yang berkenaan dengan pandangan para investor terhadap stock split yang dilakukan oleh manajemen perusahaan telah banyak dilakukan oleh para peneliti bidang keuangan. Dari beberapa studi empiris tersebut dapat disimpulkan bahwa stock split akan mempengaruhi pasar dalam bentuk keuntungan bagi pemegang saham, perubahan resiko saham, dan tingkat likuiditas.

Keuntungan pemegang saham biasanya diukur oleh *capital gain* dan peningkatan dividen dari tahun sebelumnya. Dalam studi empiris mengenai dampak stock split terhadap kesejahteraan pemegang saham, Barker (1956) serta Grinbaltt, Masulin dan Titman (1984) menyatakan adanya perilaku harga saham yang abnormal di sekitar stock split. Fama et.al (1969) menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap stock split karena adanya harapan para investor terhadap kenaikan dividen di masa yang akan datang. Disamping itu Lamoureux dan Poon (1987) juga menyimpulkan bahwa stock split telah memberi pengaruh terhadap adanya pembebasan pajak yang dihadapi investor (tax option impact) sehingga pasar bereaksi secara positif. Namun demikian Aggarwal dan Chen (1989) serta Bishara (1988) tidak menemukan adanya abnormal return berkaitan dengan stock split. Kesimpulan secara umum adalah bahwa reaksi pasar yang positif terhadap stock split —yang ditunjukkan oleh meningkatnya harga saham di bursa— dipicu adanya harapan para investor bahwa stock split akan meningkatkan dividen dan earning perusahaan. Harapan investor terhadap kenaikan dividen dan earning umumnya memang menjadi kenyataan. Ini artinya stock split dianggap sebagai berita yang menggembirakan (good news) yang diharapkan akan meningkatkan keuntungan pemegang saham.

Stock split mengakibatkan jumlah saham beredar bertambah, sehingga para investor yang berhubungan dengan aktivitas split tersebut akan melakukan penyusunan kembali portfolio investasinya. Penyusunan kembali suatu portfolio tidak terlepas dari pertimbangan risiko saham (volatilitas harga saham) yang membentuk portfolio tersebut, sehingga diharapkan akan diperoleh tingkat risiko tertentu. Berbagai konsep telah digunakan oleh para peneliti untuk mengungkap pengaruh stock split terhadap resiko pemegang saham. Brennan dan Cepeland (1988) menemukan adanya risiko sistematis yang lebih besar dihari pengumuman stock split dan *ex-date* dari pada di hari-hari sekitar pengumuman stock split (the surrounding day). Diyakini pula bahwa di hari *ex-date* cenderung mengalami peningkatan yang permanen.

Likuiditas suatu asset diartikan sebagai berapa cepat asset tersebut dapat dikonversikan menjadi uang kas. Semakin cepat asset tersebut dapat berubah menjadi uang kas maka semakin tinggi likuiditasnya. Beberapa ahli keuangan berusaha mencari jawaban atas pengaruh stock split terhadap likuiditas saham yang mengalami stock split tersebut. Lamoureux dan Poon (1987) mencatat bahwa rata-rata jumlah pemegang saham meningkat sekitar 34,65% pada tahun pemisahan. Kenaikan tersebut disebabkan karena dengan menurunnya harga, volatilitas harga saham menjadi bertambah besar sehingga menarik investor untuk memperbanyak jumlah saham yang dipegang. Copeland (1979) mendukung kesimpulan di atas dimana ada kenaikan prosentase yang signifikan secara statistik jumlah pemegang saham sesudah adanya stock split. Sebaliknya Murray (1985) tidak menemukan bukti perubahan persebaran persentase pemegang

saham setelah adanya stock split.

Pengumuman stock split yang dilakukan oleh emiten akan digunakan oleh para partisipan pasar modal untuk menganalisis dan menginterpretasikan harga dari aktiva yang bersangkutan. Jika pengumuman stock split tersebut mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan abnormal return. Suatu pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan abnormal return. Bila pengumuman stock split menjadikan pasar bereaksi secara cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang seluruhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar semacam ini disebut dengan pasar modal yang efisien.

Atas dasar pandangan berbagai peneliti di atas, maka penelitian ini akan kembali menguji preposisi bahwa pengumuman stock split dianggap sebagai berita yang menggembirakan (good news) yang diharapkan akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Disamping itu penelitian ini juga akan menguji pengaruh pengumuman stock split terhadap likuiditas saham yang mengalami stock split tersebut.

B. PERUMASAN MASALAH

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa stock split akan mengembalikan harga saham pada kisaran perdagangan yang optimal yang selanjutnya dapat menambah daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut sehingga membuat saham lebih likuid untuk diperdagangkan. Disamping itu secara teoritis motivasi yang melatar belakangi perusahaan melakukan stock split serta efek yang ditimbulkannya tertuang dalam hipotesis signaling (Baker, H., and G. Powell, 1993b). Hipotesis signaling (information asymmetry) menyatakan bahwa stock split memberikan sinyal kepada investor mengenai prospek (meningkatnya earning) perusahaan dimasa yang akan datang.

Pertanyaan yang kemudian timbul adalah apakah memang pengumuman stock split di Bursa Efek Jakarta mempunyai fungsi sebagai pembawa informasi. Jika stock split memang mempunyai fungsi *signaling* maka akan terjadi *abnormal return* pada saat stock split diumumkan, yang disebabkan karena adanya reaksi pasar.

Pertanyaan lebih lanjut adalah apakah dengan kisaran perdagangan yang optimal setelah adanya pengumuman stock split menyebabkan daya tarik investor lebih tinggi untuk memiliki saham, yang bisa ditunjukkan dengan aktivitas volume perdagangan ?

C. TINJAUAN PUSTAKA

C.1. Stock Split

Stock split atau pemecahan saham merupakan salah satu bentuk informasi yang diberikan oleh emiten untuk menaikkan jumlah saham yang beredar (Brigham dan Gapenski, 1994). Aktifitas ini dilakukan dengan membagi selebar saham menjadi n lembar saham. Harga per lembar saham baru setelah stock split adalah $1/n$ dari harga sebelumnya. Distribusi saham sebagai akibat dari stock split tersebut biasanya dilakukan pada saat harga dinilai terlalu tinggi sehingga mengurangi kemampuan investor untuk membelinya.

Sebagian besar manajer perusahaan yang melakukan split percaya bahwa stock split akan mengembalikan harga saham pada kisaran perdagangan yang optimal yang selanjutnya dapat menambah daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut sehingga membuat saham lebih likuid untuk diperdagangkan. Hal ini akan mengubah *investor odd lot* menjadi *investor round lot*. *Investor odd lot* adalah investor yang membeli saham kurang dari 500 lembar saham (< 1 lot), sedangkan *investor round lot* adalah investor yang melakukan pembelian saham minimal 500 lembar saham atau minimal 1 lot (Mc Gough, 1993)

C.2. Reaksi Pasar terhadap Stock Split

Kebanyakan kaum praktisi pasar modal menggambarkan pasar finansial—khususnya pasar modal—sebagai sebuah entitas yang hidup. Misalnya mereka sering mengatakan bahwa pasar lesu karena kekurangan berita baik, atau pasar menyambut baik kebijakan pemerintah. Sebetulnya gambaran seperti yang dikemukakan oleh para praktisi pasar modal tersebut menggambarkan perilaku investor yang dominan di pasar modal. Jadi ketika para praktisi mengatakan pasar lesu, itu berarti sebagian besar pelaku pasar tidak melakukan transaksi. Atas dasar hal tersebut maka yang dimaksud reaksi pasar terhadap stock split adalah tanggapan atau respon para investor terhadap adanya stock split (pemecahan saham) oleh emiten atau penerbit saham.

Dalam latar belakang permasalahan di atas telah dikemukakan bahwa stock split yang dilakukan oleh perusahaan hanya mempengaruhi perusahaan secara "kosmetik" yakni hanya membagi corporate pie dalam jumlah yang lebih kecil (Barker dan Powell, 1993). Hal ini terjadi karena stock split dilakukan dengan memecah selebar saham menjadi dua atau lebih lembar saham dimana nilai totalnya sama. Distribusi saham sebagai akibat stock split seperti itu tidak mempengaruhi aliran kas mendatang suatu perusahaan, kepemilikan proporsional pemegang saham, atau klaim kelas pemegang sekuritas yang lain, namun mereka melibatkan biaya administratif yang bisa penting sekali pada perusahaan besar. Menurut pandangan ini, suatu perusahaan tidak bisa merubah nilai pasarnya dan menciptakan kekayaan pemegang saham melalui transaksi surat yang merubah jumlah saham beredar

Bila pernyataan di atas benar, maka pertanyaan yang kemudian muncul adalah mengapa banyak perusahaan yang melakukan upaya stock split. Para peneliti berusaha untuk memperoleh jawaban atas pertanyaan tersebut dengan mengadakan survai dan penelitian terhadap manajer yang melakukan stock split.

Survai yang dilakukan oleh Dolley (1933) dengan menggunakan sampel sebanyak 88 perusahaan split selama tahun 1922 sampai dengan 1930. Hasil survainya menunjukkan bahwa motif utama perusahaan melakukan split adalah untuk meningkatkan likuiditas saham sehingga distribusi saham menjadi lebih luas.

Hampir lima puluh tahun kemudian Baker dan Gallagher (1980) menanyai 100 CFO perusahaan yang terdaftar dalam NYSE dengan distribusi saham sebesar 25 persen atau lebih pada tahun 1978. Perusahaan yang mengeluarkan stock split melaporkan bahwa mereka melakukan hal itu untuk menyediakan kisaran perdagangan yang lebih baik dan menarik investor serta mempertinggi likuiditas perdagangan. Kesamaan dalam sikap manajerial pada periode panjang ini amat menonjol. Dengan demikian aktifitas split dapat mempengaruhi pasar dalam bentuk keuntungan bagi pemegang saham, perubahan risiko saham dan tingkat likuiditas.

C.2.1. Pengaruh split terhadap keuntungan pemegang saham

Keuntungan pemegang saham biasanya diukur oleh capital gain dan peningkatan dividen dari tahun sebelumnya. Dalam studi empiris mengenai dampak stock split terhadap kesejahteraan pemegang saham diperoleh kesimpulan bahwa reaksi pasar yang positif terhadap stock split —yang ditunjukkan oleh meningkatnya harga saham di bursa — dipicu adanya harapan para investor bahwa stock split akan meningkatkan dividen dan earning perusahaan.

C.A. Barker (1956) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel sebanyak 90 perusahaan yang split di NYSE selama tahun 1951 – 1953. Untuk setiap saham yang dipisah Barker menghitung harga relatif dengan membagi harga saham tersebut 6 bulan setelah pemisahan dengan harga dua belas bulan sebelum pemisahan, setelah menyesuaikan dengan split ratio. Dengan membandingkan harga relatif ini dengan proporsi perubahan dalam indeks harga saham industri Standar and Poor yang dicocokkan dengan pemisahan saham kelompok tersebut, harga relatif diturunkan sedemikian sehingga dapat mencerminkan netto perubahan harga dari trend pasar saham untuk kelompok industri tersebut. Saham-saham yang mengalami pemisahan ini diklasifikasikan menjadi apakah mereka (A) menaikkan atau (B) tidak menaikkan cash dividend mereka pada waktu terjadi pemisahan. Di dalam studi selama dua periode yang meliputi periode 1951-1953 dan 1954-1955, Barker menemukan bahwa harga bersih relatif rata-rata untuk kelompok (A) adalah 115 persen dan 118 persen berturut-turut untuk periode ini. Untuk kelompok (B), nilai yang diperoleh adalah 100 persen dan 92 persen berturut-turut. Kesimpulan berikutnya adalah bahwa setiap pergeseran harga positif yang ada lebih berhubungan dengan naiknya cash dividend daripada pemisahan itu sendiri.

Penemuan Barker ini kemudian diperkuat oleh Fama et.al (1969) yang menyatakan bahwa kenaikan harga saham yang besar setelah pengumuman stock split dikarenakan perubahan harapan yang berkenaan dengan dividen mendatang. Hal ini didukung oleh 71,5 % dari sampel penelitiannya di NYSE menunjukkan bahwa dividennya meningkat setelah split lebih besar dari rata-rata saham-saham di NYSE. Hipotesa *Fama et.al.* ternyata dibantah dengan penelitian Grinblatt et.el (1984) yang menemukan bahwa reaksi harga sahan

positif terhadap stock split dialami oleh perusahaan yang tidak membagikan dividennya. Kenyataan ini didukung oleh bukti bahwa hanya 11 % sampelnya yang melakukan dividen setelah stock split.

"Signaling Hipotesis" yang dibahas Grinblatt dkk (1984) dan Lakonishok dan Lev (1987), adalah bahwa stock split digunakan oleh para manajer untuk menyampaikan informasi yang menggembirakan ke pasar. Lakonishok dan Lev (1987) menemukan bahwa perusahaan yang *splitting* memiliki kenaikan pendapatan yang besar sebelum pemisahan. Penelitian sebelumnya (Brooks dan Buckmaster, 1980; Beaver dkk, 1980; dan Freeman dkk, 1982) menunjukkan bahwa peningkatan *earnings* yang besar biasanya bersifat transisi dan disusul dengan penurunan *eaming*. Karena itulah, investor kemungkinan memperlakukan kenaikan *earnings* pra pemisahan setelah transisi pada waktu pengumuman mereka. Bila keputusan pemisahan didasarkan pada informasi atasan manajer bahwa kenaikan pendapatan pra-pemisahan permanen, maka pengumuman pemisahan akan menyebabkan investor akan nilai kembali pertumbuhan *earning* pra-pemisahannya. Satu motif manajerial untuk pemisahan yang sering dikutip oleh para praktisi yang konsisten dengan hipotesis ini adalah bahwa pemisahan digunakan untuk mempertahankan harga efek di dalam kisaran perdagangan yang optimal.

Pendapat bahwa faktor split mungkin bertindak sebagai sinyal memiliki dukungan institusional dan teoretis. Para praktisi telah lama memiliki pemikiran bahwa tujuan stock split adalah memindahkan harga saham perusahaan ke dalam suatu kisaran perdagangan yang optimal. Baker dan Galagher (1980), yang mensurvey chief financial officer perusahaan yang memisahkan saham mereka, melaporkan bahwa 94 persen dari sampel mereka menunjukkan stock split mereka menggerakkan harga saham ke "kisaran perdagangan yang optimal".

Woolridge dan Chambers (1983) dan Grinblatt, Masulis dan Titman membahas versi hipotesis kisaran perdagangan yang memasukkan informasi asimetris dan memungkinkan penjelasan signaling untuk kenaikan harga saham saat perusahaan mengumumkan stock split. Berdasarkan hipotesis ini, para manajer menggunakan informasi pribadi mereka tentang perusahaan untuk menyusun faktor split dan ini memungkinkan investor untuk membuat inferensi tentang informasi pribadi manajer dari faktor split yang diamati. Namun bila tidak ada biaya untuk bisa masuk di bawah "kisaran perdagangan yang diinginkan", kesetimbangan yang terpisah (*separating equilibrium*) tidak akan tercapai dgn pilihan faktor split karena, dengan tidak adanya biaya semacam itu, perusahaan akan memiliki insentif untuk melakukan split dengan faktor yang lebih besar dari pada informasi pribadi mereka, kisaran perdagangan yg diinginkan dan harga saham pra split akan terjamin.

Pengujian Paul Asquith (1989) didasarkan pada sampel yang terdiri dari 121 pengumuman stock split dari periode 1970-1980, mengarah pada beberapa kesimpulan. Perusahaan *stock splitting* mengalami kenaikan *earnings* yang signifikan pada beberapa tahun sebelum stock split. Bahkan saat *earnings* mereka disesuaikan dengan kinerja industri, perusahaan *splitting* mengalami kenaikan *earnings* yang signifikan pada tahun sebelum pemisahan. Kenaikan *earnings* ini permanen, karena mereka tidak berbalik setidaknya selama empat tahun setelah pemisahannya. Namun hubungan antara perubahan harga efek setiap tahunnya

dan perubahan earnings sementara pada perusahaan splitting lebih rendah dalam dua tahun sebelum pemisahan dibandingkan tahun-tahun "biasa", yang menunjukkan bahwa pasar memandang kenaikan earnings dalam dua tahun tersebut kemungkinan bersifat transisi. Yang terakhir, uji cross-sectional menunjukkan bahwa semakin besar perubahan *earnings* dalam dua tahun sebelum pemisahan, semakin besar reaksi pasar terhadap pengumuman pemisahan tersebut. Dengan demikian, pada pengumuman stock split, investor tampak meningkatkan harapan mereka bahwa kenaikan earning sebelumnya permanen, bukannya transisional.

C .2.2. Pengaruh stock split terhadap perubahan risiko saham

Stock split mengakibatkan jumlah saham beredar bertambah, sehingga para investor yang berhubungan dengan aktivitas split tersebut akan melakukan penyusunan kembali portfolio investasinya. Penyusunan kembali suatu portfolio tidak terlepas dari pertimbangan risiko saham (volatilitas harga saham) yang membentuk portfolio tersebut, sehingga diharapkan akan diperoleh tingkat risiko tertentu. Berbagai konsep telah digunakan oleh para peneliti untuk mengungkap pengaruh stock split terhadap risiko pemegang saham.

Dengan melakukan pengujian terhadap 219 perusahaan split selama 108 bulan dari tahun 1945 sampai dengan tahun 1965 di NYSE, Bar-Yosef dan Brown (1977) melaporkan bahwa risiko sistematis dari pemecahan saham menurun pada bulan-bulan setelah split. Namun Brennan dan Copeland (1988) yang melakukan penelitian terhadap 1034 perusahaan split menemukan bahwa risiko sistematis biasanya lebih tinggi pada pengumuman split dan hari sesudahnya dibandingkan pada hari-hari di sekitar hari itu. Hasil ini konsisten dengan penemuan Ohlson dan Penman, (1985) serta Sheikh (1989) yang melaporkan tingginya volatilitas saham di seputar split.

Ada beberapa penjelasan yang memungkinkan dari hubungan antara split dan perubahan risiko. Lamoureaux dan Poon (1987) menyatakan bahwa split menghasilkan kenaikan jumlah transaksi dan meningkatkan volatilitas rangkaian harga saham yang diperdagangkan. Dravid (1988) menyatakan bahwa kenaikan volatilitas setelah split mungkin karena efek perbedaan harga yang lebih besar dan persebaran *bid-ask* pada saham yang berharga lebih rendah.

Reena Aggrawal dan Son-Chen (1989) meneliti penyesuaian keuntungan saham terhadap usulan stock split terhadap 571 perusahaan split selama tahun 1977 sampai dengan 1981. Proses penyesuaian terhadap dikeluarkannya informasi baru diteliti menggunakan data keuntungan harian. Tujuannya pertamanya adalah untuk menentukan waktu permulaan dan penyelesaian proses penyesuaian karena usulan stock split. Selisih antara waktu penyelesaian dan waktu permulaan memberikan estimasi total waktu. Di samping itu proses penyesuaian dikelompokkan dengan pengumuman terkontaminasi lawan tak terkontaminasi, ukuran perusahaan dan perubahan dividen setelah pengumuman split. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* dengan adanya pengumuman split serta terdapat kenaikan variabilitas return saham.

C.2.3. Pengaruh stock split terhadap tingkat likuiditas

Likuiditas suatu asset diartikan sebagai berapa cepat asset tersebut dapat dikonversikan menjadi uang kas. Semakin cepat asset tersebut dapat berubah

menjadi uang kas maka semakin tinggi likuiditasnya. Beberapa ahli keuangan berusaha mencari jawaban atas pengaruh stock split terhadap likuiditas saham yang mengalami stock split tersebut.

Copeland (1979) dan Defeo dan Jain (1989) menunjukkan bukti bahwa volume saham menurun setelah stock split. Dalam mendeteksi tingkat likuiditas saham yang mengalami stock split, Copeland menggunakan *finite time-series* model (FTSM) yang berasumsi bahwa tingkat perdagangan selama periode penelitian tergantung pada message arriving pada interval waktu tertentu. Dengan menggunakan sampel sebanyak 162 perusahaan split antara tahun 1968 – 1976, penelitian ini menunjukkan adanya penurunan likuiditas setelah split. Kesimpulan di atas didukung oleh penelitian dari Lamoureux dan Poon (1987), dan Conroy, Harris dan Benet (1990). Conroy et.al. menguji 147 perusahaan split dan 143 perusahaan *non split* selama periode Januari 1981 sampai dengan April 1983. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa setelah split likuiditas perusahaan menjadi semakin buruk.

Pandangan yang berbeda dikemukakan oleh Dolley (1933), Barker (1965), Baker dan Gallagher (1980), Lamoureux dan Poon (1987). Dolley dan Barker menyimpulkan bahwa stock split mengakibatkan terjadinya penambahan jumlah pemegang saham karena adanya penurunan harga saham pada tingkat yang lebih rendah. Hal ini mengakibatkan likuiditas semakin tinggi karena semakin banyaknya partisipan pasar yang mampu melakukan aksi jual dan beli secara cepat. Baker dan Gallagher (1980) melaporkan bahwa 98% dari sampel chief financial officer mereka menunjukkan bahwa stock split mereka menaikkan likuiditas saham perusahaan mereka. Lamoureux dan Poon (1987) menguji 217 perusahaan split antara Juli 1962 – Desember 1985. Dengan menggunakan model reaksi pasar melalui data return saham, volume perdagangan dan jumlah pemegang saham, pasar menunjukkan adanya kenaikan jumlah transaksi harian dan volume perdagangan saham pada *split ex-date*. Kenaikan volume perdagangan timbul karena adanya informasi yang gencar mengenai keuntungan saham setelah stock split. Keadaan semacam ini mengakibatkan terjadinya kenaikan likuiditas saham. Hasil akhir yang didapat dari penelitiannya adalah mencatat bahwa rata-rata jumlah pemegang saham meningkat sekitar 34,65% pada tahun pemisahan, sementara sampel kontrol perusahaan non-splitting menunjukkan penurunan 2,11%.

Penemuan lain mengenai dampak stock split terhadap likuiditas saham dikemukakan oleh Murray (1985), Lakonishok dan Lev (1985). Murray (1985) meneliti 100 perusahaan pemisahan OTC untuk periode 1972-1976 dan tidak menemukan bukti perubahan persebaran persentase yang dibandingkan dengan kelompok kontrol. Lebih dari itu, Lakonishok dan Lev (1985) melaporkan bahwa split tampaknya tidak berdampak permanen terhadap volume perdagangan.

D. HIPOTESIS PENELITIAN

Motivasi yang melatar belakangi perusahaan melakukan stock split serta efek yang ditimbulkannya tertuang dalam beberapa hipotesis yakni hipotesis signaling (information asymetriy) yang menyatakan bahwa stock split memberikan sinyal kepada investor mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Sedangkan hipotesis liquidity menjelaskan keinginan manajer perusahaan dalam meningkatkan likuiditas perdagangan. Penjelasan ini didukung oleh adanya pandangan bahwa perusahaan yang melakukan stock split akan menambah daya tarik investor akibat semakin rendahnya harga saham. Kondisi ini menyebabkan semakin bertambahnya jumlah saham yang diperdagangkan dan jumlah pemegang saham (C.G. Lamoureux & P. Poon, 1987). Atas dasar hal tersebut, maka dalam penelitian ini disusunlah hipotesis alternatif sebagai berikut :

H1 : Pengumuman stock split yang diikuti dengan kenaikan earning perusahaan, akan mengakibatkan pasar bereaksi secara positif pada minggu pertama setelah pengumuman ($t = 1$)

H2 : Setelah stock split, likuiditas perdagangan saham meningkat.

E. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menguji reaksi pasar terhadap stock split dengan menggunakan pendekatan harga, yaitu penulis mengamati harga saham yang tercermin dalam return saham di sekitar *event stock split*. Harga saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham mingguan yang terjadi selama periode kejadian. Periode pengamatan dibagi menjadi dua yaitu periode estimasi dan periode kejadian. Periode estimasi digunakan untuk mencari model dalam menentukan *expected return*. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 15 minggu , yaitu dari t_{-20} sampai t_{-6} (Asri, Marwan , 1996). Model ini dianggap cukup untuk mengestimasi koefisien parameter model regresi untuk return pasar. Sedangkan periode kejadian dalam penelitian ini ditentukan 11 minggu, yaitu 5 minggu sebelum dan 5 minggu setelah stock split yang digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya *abnormal return*. Penggunaan harga saham mingguan ini dimaksudkan agar diperoleh data yang bervariasi yang dapat menolong dalam proses regresi untuk menentukan beta perusahaan (sesuai riset Copelan, Fama, dan Bhisara).

Untuk menguji pengaruh stock split terhadap perubahan harga saham di Bursa Efek Jakarta maka peneliti akan mengambil data saham perusahaan yang melakukan stock split antara tahun 1995 – 1996. Perusahaan yang melakukan stock split dalam rentang waktu tersebut di atas tidak semuanya dipilih sebagai sampel. Pemilihan sampel dilakukan secara purposive berdasarkan kriteria tertentu. Saham yang dipilih adalah yang mengalami split tetapi tidak membagi dividen saham, kebijakan *right issue*, pembagian saham bonus dan pengumuman lainnya yang hampir bersamaan dengan stock split. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya ambiguitas yang disampaikan oleh informasi-informasi tersebut.

Berdasarkan beberapa kriteria tersebut di atas, dari 48 perusahaan yang melakukan stock split antara tahun 1995-1996, ternyata hanya 15 Perusahaan yang memenuhi persyaratan untuk menjadi sampel akhir dalam penelitian ini. Adapun data yang dibutuhkan terdiri dari : 1) data tanggal, faktor split dan nama perusahaan yang melakukan split. 2) Data harga saham mingguan seluruh saham yang masuk dalam sampel 20 minggu sebelum sampai 5 minggu sesudah stock split. 3) data mingguan harga indeks pasar yang beredar dan yang diperdagangkan saham gabungan. 4) Data jumlah saham yang beredar dan yang diperdagangkan 5 minggu sebelum dan sesudah stock split. Dari 15 perusahaan sampel yang diikuti kenaikan *earning* dipisahkan (ada 5 perusahaan).

Sumber datanya berasal dari data sekunder yang didapat dari : 1) Indonesian Capital Market Directory 1994 – 1997 dan Jakarta *stock exchange Statistic* 1994 –1997 yang menyediakan data perusahaan – perusahaan split di bursa efek Jakarta. 2) *Fact Book* yang menyediakan data harga penutupan serta 3) Pusat Informasi Pasar Modal yang memberikan berbagai informasi dan data yang berkenaan dengan masalah yang sedang penulis teliti.

Untuk mencari abnormal return penulis menganalisisnya dengan menggunakan model indeks tunggal. Secara terperinci langkah –langkahnya adalah sebagai berikut :

1. Menentukan periode pengamatan yang terdiri dari periode estimasi dan periode kejadian. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 15 minggu , yaitu dari t_{-20} sampai t_6 (Asri, Marwan , 1996). Model ini dianggap cukup untuk mengestimasi koefisien parameter model regresi untuk return pasar. Sedangkan periode kejadian dalam penelitian ini ditentukan 11 minggu, yaitu 5 minggu sebelum dan 5 minggu setelah stock split yang digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya *abnormal return*
2. Menghitung return saham mingguan dengan cara

$$R_{J,T} = [(P_{J,T} - P_{J,T-1}) / (P_{J,T-1})]$$

$R_{J,T}$ = actual return saham J pada minggu ke- T

$P_{J,T}$ = harga saham J pada akhir minggu ke T, T= 0 adalah minggu saat split diumumkan.

Untuk menghitung aktual *return* mingguan pada saat stock split dilakukan maka perlu adanya penyesuaian, yaitu dengan memperhitungkan penurunan harga saham yang terjadi karena split. Formula yang digunakan adalah :

$$R_{J,T} = [(P_{J,T} \times SF) - (P_{J,T-1}) / (P_{J,T-1})]$$

SF = Split faktor

3. Menghitung return pasar

$$MT = [(IHSG_T - IHSG_{T-1}) / IHSG_{T-1}]$$

MT = Return pasar pada minggu ke-T

4. Menghitung beta saham

Perhitungan beta saham ini digunakan untuk mencari expected return saham. Dalam penelitian ini digunakan single index model. Alfa dan beta dicari dengan regresi linear dengan return masing-masing saham sebagai variabel tak bebas dan return pasar sebagai variabel bebas. Data yang digunakannya adalah seluruh data dalam periode estimasi. Persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$R_{JT} = \alpha_j + \beta_j \cdot MT$$

α_j = tingkat keuntungan bebas resiko saham J

β_j = tingkat resiko saham J

5. menghitung expected return saham

Expected return (ER) diperlukan dalam perhitungan *abnormal return*. ER dicari selama periode kejadian (t_{-5} sampai dengan t_{+5}) :

$$E_{JT} = \alpha_j + \beta_j \cdot MT$$

6. Perhitungan *abnormal return* saham

Abnormal return dicari untuk seluruh saham selam periode kejadian, yaitu t_{-5} sampai t_{+5} . Rumus yang digunakannya adalah :

$$AR_{JT} = R_{JT} - E_{JT}$$

7. Hitung rata-rata *abnormal return* saham

$$AAR_T = \sum_{j=1}^N \frac{(AR_{JT})}{N}$$

Sedangkan untuk menguji hipotesa alternatif pertama (H1) maka penulis mengambil sampel data perusahaan yang melakukan stock split dan diikuti oleh peningkatan EPS dalam kurun waktu tahun 1995 –1996. Dari sampel tersebut kemudian dihitung *abnormal return*nya dengan cara seperti di atas. Jika rata – rata *abnormal return* seluruh sampel pada minggu pertama setelah stock split adalah positif maka dilakukan uji signifikansi. Bila uji signifikansi menyatakan bahwa hasil analisa signifikan, maka H1 diterima, dan sebaliknya bila hasil uji signifikansi menyatakan tidak signifikan, maka H1 ditolak. Uji hipotesisnya dilakukan dengan pengujian satu sisi (one tail test). Hipoteisi nol akan ditolak jika :

Dimana :

$$\frac{\bar{X}}{Sx / \sqrt{n}} > t_{\alpha, n - 1}$$

\bar{X} =Rata-rata abnormal return saham

Sx =Standar deviasi *abnormal return*

n =jumlah sampel

$$Sx = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^n (AR_{jt} - AAR_t)^2}{(n - 1)}}$$

Untuk menguji apakah kebijakan stock split akan meningkatkan likuiditas perdagangan (H2), maka penulis menggunakan kegiatan perdagangan saham melalui indikator aktivitas volume perdagangan (Trading Volume Activity) yang dinyatakan sebagai berikut :

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

Dari hasil perhitungan TVA kemudian diadakan uji beda rata-rata . Pada prinsipnya uji beda dua rata-rata untuk sampel kecil (< 30) sama dengan uji satu rata-rata untuk sampel kecil. Sedangkan perbedaannya terletak pada rumus derajat kebebasannya. Pada uji satu rata-rata digunakan derajat kebebasan (df/degree of freedom) = n –1, sedangkan pada uji beda dua rata-rata digunakan derajat kebebasan (df/degree of freedom) = $n_1 + n_2 - 2$.

Adapun formula yang digunakan adalah :

$$th = \frac{\overline{TVA(sbl)} - \overline{TVA(stl)}}{\sqrt{\left[\frac{(n_1 - 1)SD_1^2 + (n_2 - 1)SD_2^2}{n_1 + n_2 - 2} \right] \left[\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right]}}$$

Dimana :

$\overline{TVA(sbl)}$ = Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum split

$\overline{TVA(stl)}$ = Rata-rata aktivitas volume perdagangan setelah split

n_1 = jumlah sampel sebelum sebelum

n_2 = jumlah sampel sesudah split

SD_1 = Standar deviasi sampel sebelum split

SD_2 = Standar deviasi sampel setelah split

$$SD_1 = \sqrt{\sum_{t=1}^{-5} \frac{(TVAt - \overline{TVA(sbl)})^2}{n - 1}}$$

$$SD_2 = \sqrt{\sum_{t=1}^5 \frac{(TVAt - \overline{TVA(stl)})^2}{n - 1}}$$

F. HASIL PENELITIAN

F.1. Perilaku Harga Saham Disekitar Stock Split

Dari hasil regresi terhadap return masing-masing saham dan return pasar diperoleh parameter sebagai mana tertera pada tabel 1 berikut ini :

Tabel 1

Nilai α dan $\hat{\alpha}$ seluruh sampel

NAMA PERUSAHAAN	NILAI ALFA (α)	NILAI BETA (β)
DNKS	0.0005594 (t=0.049)	0.365 (t=0.651)
HERO	-0.000168 (t=-0.020)	1.046 (t=3.454)
INTP	0.006939 (t=0.847)	0.816 (t=2.339)
INCF	0.006511 (t=0.769)	-0.146 (t=-0.417)
INDF	0.004954 (t= 0.661)	0.591 (t=1.837)
JRPT	0.002039 (t=0.195)	0.135 (t=0.274)
KLBF	0.02808 (t=2.794)	-0.388 (t=-0.868)
LPIN	-0.007621 (t=-1.147)	0.241 (t= 0.815)
PWON	0.007696 (t=0.859)	0.388 (t=1.055)
PNIN	-0.002943 (t=-0.330)	2.120 (t=5.064)
PNLF	-0.005849 (t=-0.275)	0.720 (t=743)
WICO	0.01104 (t=1.948)	0.427 (t=1.686)
SONA	0	0
BNBR	0.00172 (t=0.152)	0.275 (t=0.649)
TSPC	-0.00262 (t=-0.343)	0.429 (t=1.008)

Nilai alfa dan beta seperti yang tertera pada tabel 1 selanjutnya digunakan untuk menghitung *expected return* dan *abnormal return* masing – masing saham. Berikut ini disajikan perhitungan abnormal return untuk perusahaan yang melakukan pengumuman stock split yang diikuti dengan kenaikan earning pada 5 minggu sebelum stock split sampai dengan minggu ke 5 setelah stock split :

Tabel 2
Perhitungan Abnormal Return
(perusahaan dengan *earning* meningkat)

Minggu ke	Abnormal Return Perusahaan :					AAR	t.hitung
	INTP	INCF	INDF	JRPT	BNBR		
-5	0.0289	-0.0118	0.0147	-0.0066	-0.0263	-0.0002	-0.02334
-4	0.0150	-0.1021	0.0202	0.0428	-0.0199	-0.0088	-0.34295
-3	0.0198	-0.0095	-0.0272	-0.0066	-0.0010	-0.0049	-0.64378
-2	-0.0408	-0.0077	0.0282	0.0705	-0.0644	-0.0028	-0.11760
-1	-0.0949	-0.0117	-0.0493	-0.0020	-0.0464	-0.0409	-2.48869**
0	-0.0058	-0.0048	-0.0171	-0.0066	-0.0131	-0.0095	-3.97785*
1	0.0079	-0.0101	0.0186	0.0273	-0.0009	0.0085	1.28341
2	0.0148	-0.0065	0.0354	0.0096	-0.0197	0.0067	0.71467
3	-0.0008	-0.0049	0.0291	0.0027	0.0184	0.0089	1.38755
4	-0.0566	-0.0011	0.0525	0.0086	-0.0363	-0.0066	-0.3485
5	0.0086	-0.0069	0.0100	-0.0024	0.0041	0.0027	0.82203

Keterangan :

** = signifikan pada taraf sig. 10 %

* = signifikan pada taraf sig. 5 %

Dari data di atas terlihat bahwa rata-rata abnormal return minggu pertama setelah stock split menunjukkan nilai positif. Namun demikian dengan menggunakan uji satu pihak (*one tail test*) pada taraf signifikansi 0,05 dengan n sebanyak 5 perusahaan, maka didapat nilai t.tabel sebesar 2.132. Dari perhitungan tersebut berarti nilai t.hitung untuk rata-rata abnormal return minggu 1 setelah stock split < nilai t.tabel, sehingga hipotesa alternatif 1 ditolak.

Untuk mendapatkan gambaran yang lebih memadai mengenai perbedaan abnormal return bagi perusahaan yang melakukan stock split dan diikuti kenaikan earning dengan perusahaan yang melakukan stock split tanpa diikuti kenaikan earning, maka di bawah ini disajikan perhitungan abnormal return untuk perusahaan yang melakukan stock split tanpa diikuti kenaikan earning.

Tabel 3
Perhitungan Abnormal Return
(perusahaan tanpa diikuti kenaikan earning)

Minggu	ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN :										AAR	t.hit.
	Ke :	DNKS	HERO	KLBF	LPIN	PWON	TSPC	SONA	WICO	PNLF		
-5	.0252	.0227	-.0311	.0059	.0793	-.0012	0	.0272	.0232	-.0485	.0103	.65579
-4	.0234	.0289	-.1879	.0099	.0421	-.0450	0	-.0099	-.0107	.0572	-.0092	-.29695
-3	.0051	-.0004	-.0701	.0161	.0048	.0077	0	-.0013	.0176	.0004	-.0020	-.18194
-2	.0151	.0148	-.0719	.0094	-.0966	.0278	0	-.0850	.0232	-.0533	-.0216	-.98511
-1	.0126	-.0195	-.0380	.0138	-.0928	.0136	0	.0439	.0925	.0540	0.008	.34887
0	-.0033	.0158	-.0997	.0004	-.0495	.0244	-.0658	.0025	.0150	-.3401	-.0500	-1.0194
1	-.0250	.0248	.0440	.0072	-.1120	-.0148	.9000	.0039	.0114	.1344	.0974	.75464
2	.0278	-.0156	-.0464	.0124	.0829	-.0030	.1765	-.0614	-.0279	.0227	.0168	.50333
3	-.0127	.0190	-.0006	.0116	-.0077	-.0147	.1333	-.0346	.0186	-.0095	.0103	.49646
4	-.0008	.0229	.0507	.0116	-.0632	.0355	-.2500	-.0238	.0125	.0622	-.0142	-.35192
5	.0001	.0141	-.0274	.0134	.0319	-.0097	0	.0623	.0371	.2116	.0363	1.1872

Catatan : t.tabel = 1.833

Dari data di atas terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* minggu pertama setelah stock split dari perusahaan yang melakukan pengumuman stock split dan tidak diikuti kenaikan earning juga menunjukkan nilai positif. Hal ini berarti bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara abnormal return minggu pertama setelah pengumuman stock split antara perusahaan yang diikuti kenaikan earning dengan perusahaan yang tidak diikuti kenaikan earning.

F.2. Aktivitas Volume Perdagangan Disekitar Stock Split

Aktivitas volume perdagangan disekitar stock split merupakan indikasi apakah stock split yang dilakukan oleh suatu perusahaan menyebabkan daya tarik investor lebih tinggi untuk memiliki saham atau sebaliknya. Untuk menguji hipotesis alternatif kedua yang menyatakan bahwa setelah stock split likuiditas perdagangan saham meningkat, maka penulis menggunakan kegiatan perdagangan saham melalui indikator aktivitas volume perdagangan (Trading Volume Activity) lima minggu sebelum stock split dan lima minggu setelah stock split. Berikut ini disajikan perhitungan Aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah stock split

Tabel 4
Aktivitas Volume Perdagangan sebelum dan sesudah Stock Split

MINGGU KE :	AKTIVITAS VOLUME PERDAGANGAN PERUSAHAAN :															TVA
	DNKS	HERO	INTP	INCF	INDF	JRPT	KLBF	LPIN	WO N	PNIN	PNLF	WICO	SONA	BNBR	TSPC	
-5	.0001	.0005	.0004	0	.0001	.0001	.0004	0	0	0	0	0	0	.0029	0	.000303
-4	0	.0002	.0001	0	.0001	0	.0019	0	.0001	.0001	0	.0001	0	.0016	.0011	.000353
-3	0	.0021	.0001	.0001	.0004	0	.0062	0	.0003	.0001	0	0	0	.0013	0	.000707
-2	.0003	.0001	.0002	0	.0006	0	.0015	0	.0001	0	0	0	0	0	.0027	.000367
-1	0	.0002	.0007	0	.0006	.0004	.0012	0	.0001	0	0	0	0	.0256	.0005	.001953
																.000736
1	.0009	.0004	.0001	0	.0001	0	.0003	0	.0001	0	0	.0002	0	.0022	.0012	.000367
2	.0008	.0001	.0001	0	.0001	.0001	.0002	0	.0044	0	.0001	0	0	.0011	0	.000467
3	0	.0001	.0001	0	.0001	0	.0004	.0014	.0001	0	.0001	0	0	.0004	.0006	.000222
4	0	.0001	.0001	0	.0001	0	.0004	.0018	.0015	0	.0001	0	0	.0006	0	.000313
5	0	.0001	.0005	0	.0001	0	.0032	.0093	.0020	0	.0001	0	0	.0006	.0001	.001060
																.000486

Dari hasil perhitungan TVA kemudian diadakan uji beda rata – rata untuk mengetahui apakah terjadi perbedaan secara nyata antara likuiditas perdagangan saham sebelum dan setelah split. Adapun hasil uji beda rata-ratanya dapat dilihat pada tabel 5 berikut ini :

Tabel 5

Hasil analisa Volume Perdagangan / TVA

TVA Sebelum split	TVA Setelah split	SD TVA Sebelum split	SD TVA Setelah split	T.HITUNG	T. TABEL
0.000736	0.000486	0.0070200	0.0029652	0.1240261	2.0480000

Dengan menggunakan formula uji beda dua rata-rata maka didapatkan hasil bahwa $t_h = 0.124026052$. Dengan menggunakan taraf kepercayaan 95 % dengan $d.f = 28$ maka didapat nilai $t_{tabel} = 2.048$. Karena $t_h < t_{tabel}$, maka kesimpulannya adalah bahwa hipotesa alternatif 2 ditolak. Ini artinya likuiditas perdagangan saham tidak berbeda secara signifikan baik sebelum stock split maupun setelah stock split. Jika dilihat dari rata-rata aktivitas volume perdagangannya ternyata tingkat likuiditas saham yang mengalami stock split mengalami penurunan. Rata-rata aktivitas volume perdagangannya sebelum stock split sebesar 0.000736 sedangkan setelah stock split sebesar 0.000486.

Hasil ini sesuai dengan survai yang dilakukan oleh Copeland (1979) serta Defeo dan Jain (1989) yang menunjukkan bukti bahwa volume saham menurun

setelah stock split. Dengan menggunakan sampel sebanyak 162 perusahaan split antara tahun 1968 – 1976, penelitian ini menunjukkan adanya penurunan likuiditas setelah split. Kesimpulan di atas didukung oleh penelitian dari Lamourex dan Poon (1987), dan Conroy, Harris dan Benet (1990). Conroy et.al. menguji 147 perusahaan split dan 143 perusahaan non split selama periode Januari 1981 sampai dengan April 1983. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa setelah split likuiditas perusahaan menjadi semakin buruk.

G. PENUTUP DAN IMPLIKASI PENELITIAN

1. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum stock split dan setelah stock split dari perusahaan yang melakukan stock split dan diikuti kenaikan *earning*. Ini artinya pengumuman stock split dari perusahaan yang diikuti dengan kenaikan *earning* tidak akan mengakibatkan pasar bereaksi secara positif pada minggu pertama setelah pengumuman stock split.
2. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara likuiditas perdagangan saham sebelum stock split dan setelah stock split. Hal ini dapat disebabkan karena preferensi investor mengenai informasi perusahaan melalui kebijakan split dianggap tetap, baik sebelum maupun setelah stock split.

Penelitian pada pengembangan model yang lebih memuaskan yang menggunakan faktor-faktor lain seperti menguji *bid-ask spread*, presentase *spread* serta analisa data untuk periode di luar tahun 1995 dan 1996 perlu dilakukan. Presentase *spread* ini ditentukan dalam bentuk proporsi berdasarkan harga penutupan tawaran jual dan permintaan beli harian $\{ \% \text{ spread} = (\text{ask} - \text{bid}) / [(\text{ask} + \text{bid}) / 2] \}$. Jika prosentasi *spread* semakin besar berarti mengindikasikan bahwa saham semakin tidak likuid. Hal ini sangat baik untuk memperoleh generalisasi kesimpulan yang lebih memungkinkan mengenai pengaruh stock split terhadap perubahan harga saham dan likuiditas saham yang melakukan stock split.

Dikarenakan pengujian terhadap pengaruh stock split bagi perusahaan dengan *earning* yang meningkat tidak berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah stock split, maka perlu juga dilakukan pengujian terhadap perusahaan – perusahaan yang melakukan stock split dan diikuti dengan kenaikan pembayaran dividen. Disamping itu perlu juga diuji kembali pengaruh stock split bagi perusahaan dengan *earning* yang meningkat secara permanen. Hal ini dimaksudkan agar diperoleh suatu kesimpulan apakah informasi yang diungkap oleh stock split bertalian dengan *earnings* atau berkaitan dengan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggrawal R, and S.N. Chen**, 1989 " Stock splits and return volatility ",Akron Business and Economic Review, 30 page 89 – 95
- Baker, H., and G. Powell**, 1993b. " Further evidence on managerial motives for stock splits ", Quarterly Journal of Business and Economics 32, 20-31.
- Bishara IH**, 1988 . " Stock splits, stock returns, and trading beniefits on Canadian stock markets " Akron Business and Economic Review, 19 no 2 , page 57 -65
- Brigham F. Eugene and Gapenski C. Louis**. 1994 , " Intermediate Financial Management ," Fifth edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers.
- Cooper, Emory**, 1995. " Businees Research Methods ," Fifth Edition, Richard D. Irwin, Inc.
- Dubofsky, D.**, 1991." Volatility increases subsequent to NYSE and AMEX stock splits", Journal of Finance 46 , 421-432.
- Fama, Eugene**, 1991." Efficient Capital Market II", Journal of Finance, December.
- Fama, Eugene, Lawrence Fischer, Michael Jensen, dan Richard Roll**, 1970 . " A review of Theori and Empirical work ," journal of finance, 25 may
- Hariato Farid, Sudomo Siswanto** (1998), " Perangkat dan Teknik Analisa Investasi di Pasar Modal Indonesia," penerbit PT. Bursa Efek Jakarta
- Husnan, Suad**, Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang) , Buku 1, Edisi kedua, Yogyakarta: BPFE 1992.
- _____. (1991), " Pasar Modal Indonesia Makin Efisienkah ? Pengamatan selama tahun 1990, Manajemen dan Usahawan Indonesia, Juni
- _____, (1994), " Dasar –Dasar Teori Portofolio dan analisa sekuritas " , edisi kedua, UUP AMP YKPN, Yogyakarta
- Husnan, Hanafi dan Amin Wibowo** , " Dampak laporan keuangan terhadap kegiatan perdagangan saham dan variabelitas tingkat keuntungan, " Kelola No.11 /V/ 1996
- Jogiyanto** (1998), " Teori portofolio dan analisis investasi ," edisi pertama, BPFE Yogyakarta

Jones Charles P., *Investments Analysis and Management*, Third Edition, New York : John Wiley & Sons, Inc, 1991.

K.B. Johnson, 1966. "Stock Splits and Price Change," *Journal of Finance* pp. 675-686.

M.J. Brennan and P.J. Hughes, 1991. "Stock Prices and the Supply of Information," *Journal of Finance* , pp. 1665-1691.

Mangande, B (1994), " Analisis Efisiensi Pasar Modal Indonesia sebelum dan sesudah swastanisasi ", Tesis Program Pasca Sarjana UGM tidak dipublikasikan

McNichols, M. and A. Dravid, 1990." Stock dividends, stock splits, and signaling ", *The Journal of Finance* 45, 857-880.

P. Asquith, P. Healy, and K. Palepu, 1989. "Earnings and Stock Splits," *Accounting Review*, vol. LXIV no. 3, pp. 387-403.

R.C. Lease, R.M. Masulis, and J.R. Page, 1991. "An Investigation of Market Microstructure Impacts on Event Study Returns," *Journal of finance*, pp. 1523-1536.

R.M. Conroy, R.S. Harris, and B.A. Benet, 1990. "The Effects of Stock Splits on Bid-Ask Spreads," *Journal of Finance*, pp.1285-1295.

S. Chottinger and A. Young, 1971. "A Test of the AICPA Differentiation Between Stock Dividends and Stock Splits," *Journal of Accounting Research*, pp. 367-374.

Suwandi, Titin (1997)," Kinerja BEJ 1988-1996 ", *Kelola*, no. 12/V/1996

T.E. Copeland, "Liquidity Changes Following Stock Splits," *Journal of Finance*(March 1979),pp. 115-141.