

THE MARKET REACTION OF THE STOCK SPLIT IN INDONESIAN AND MALAYSIA SHARIA CAPITAL MARKETS FOR 2015-2019 PERIOD¹

REAKSI PASAR ATAS STOCK SPLIT PADA PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA DAN MALAYSIA PERIODE 2015-2019

Fadlilah, Bayu Arie Fianto

Departemen Ekonomi Syariah - Fakultas Ekonomi dan Bisnis - Universitas Airlangga
fadlilah-2015@feb.unair.ac.id*, bayu.fianto@feb.unair.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar atas stock split pada pasar. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode event study untuk menganalisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. Teknik analisis menggunakan Uji One Sample t-Test untuk melihat reaksi pasar dan Uji Independent Sample t-Test untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan antara pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia dengan jangka waktu pengamatan 21 hari yang terdiri dari 10 hari sebelum pengumuman stock split ($t-10$), hari pengumuman stock split (t_0 atau $t=0$), dan 10 hari setelah pengumuman stock split ($t+10$). Hasil dari penelitian ini, berdasarkan uji statistik dengan $\alpha = 5\%$ ditemukan abnormal return signifikan disekitar pengumuman stock split pada pasar modal syariah Indonesia. AAR signifikan sebanyak 4 hari dan CAAR signifikan sebanyak 18 hari selama periode pengamatan. Pada pasar modal syariah Malaysia, abnormal return juga ditemukan signifikan disekitar pengumuman stock split. AAR signifikan sebanyak 3 hari selama periode pengamatan, 1 hari sebelum pengumuman stock split, saat pengumuman stock split, dan 1 hari sesudah pengumuman stock split. CAAR signifikan sebanyak 19 hari selama periode pengamatan. Pada pengujian independent sample t-test, AAR Indonesia dan Malaysia diperoleh nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,658. Pada pengujian CAAR Indonesia dan Malaysia diperoleh nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,563. Sehingga tidak ada perbedaan reaksi pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia.

Kata Kunci: reaksi pasar, stock split, abnormal return, event study

ABSTRACT

This study aims to determine the market reaction to the stock split in the market. This research uses a quantitative approach using the event study method to analyze market reactions to an event. The analysis technique uses the One Sample t-Test to see market reactions and the Independent Sample t-Test to determine whether there is a difference between the Indonesian and Malaysian Islamic capital markets with a 21-day observation period consisting of 10 days before the stock split announcement ($t - 10$), day of stock stock announcement (t_0 or $t = 0$), and 10 days after stock split announcement ($t + 10$). The results of this study, based on statistical tests with $\alpha = 5\%$, found a significant abnormal return around the stock split announcement

Informasi artikel

Diterima: 10-01-2020

Direview: 15-02-2020

Diterbitkan: 13-04-2020

*Korespondensi
(Correspondence):
Fadlilah

Open access under Creative
Commons Attribution-Non
Commercial-Share A like 4.0
International Licence
(CC-BY-NC-SA)



¹ Artikel ini merupakan bagian dari skripsi dari Fadlilah, NIM: 041511433067, yang berjudul, "Analisis Perbandingan Reaksi Pasar Terhadap Stock Split Di Indonesia dan Malaysia Periode 2015-2019."

on the Indonesian Islamic capital market. AAR significant as much as 4 days and CAAR significant as much as 18 days during the observation period. In the Malaysian Islamic capital market, abnormal returns were also found to be significant around the stock split announcement. AAR is significant for 3 days during the observation period, 1 day before the announcement of the stock split, during the announcement of the stock split, and 1 day after the announcement of the stock split. A significant CAAR of 19 days during the observation period. In the independent sample t-test, AAR Indonesia and Malaysia obtained sig. (2-tailed) of 0.658. In the CAAR test, Indonesia and Malaysia obtained sig. (2-tailed) of 0.563. So there is no difference between the Indonesian and Malaysian sharia capital market reactions.

Keywords: Market Reaction, Stock Split, Abnormal Return, Event Study

I. PENDAHULUAN

Investasi adalah suatu bentuk komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh hasil berupa keuntungan di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010). Dalam Islam, investasi merupakan salah satu kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan bermanfaat bagi orang lain sehingga tidak terjadi penimbunan harta karena Allah SWT sangat melarang adanya penimbunan harta (Samudra & dkk, 2016). Allah SWT menganjurkan untuk berinvestasi agar harta dapat berputar (harta produktif) agar mendatangkan manfaat dan tidak terjadi penimbunan harta, karena harta benda seharusnya bisa bermanfaat memberi pertolongan pada orang lain dan dapat menggerakkan perekonomian (Tafsir al-Misbah oleh Muhammad Quraish Shihab).

Definisi pasar modal sesuai dengan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal (UUPM) pasal 1 ayat

(12) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sedangkan pasar modal yang kegiatannya sebagaimana yang diatur dalam UUPM yang tidak bertentangan dengan aturan atau prinsip syariah disebut pasar modal syariah. Dengan adanya pasar modal syariah diharapkan mampu menjalankan fungsi yang sama dengan nilai syariah yang mencerminkan keadilan dan pemerataan distribusi.

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2001) dalam Azizah (2019) "salah satu informasi penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi adalah corporate action yaitu aktivitas emiten yang dapat mempengaruhi jumlah saham beredar ataupun yang bergerak di pasar." Melalui aksi korporasi, emiten berupaya meningkatkan dan mempertahankan likuiditas perdagangan saham salah satunya yaitu aksi korporasi pemecahan saham (stock split).

Stock split adalah kegiatan memecah saham, dimana harga per lembar saham baru setelah stock split adalah $1/n$ dari saham per lembar sebelumnya (Hartono, 2014). Alasan perusahaan melakukan pemecahan saham kemungkinan dikarenakan harga saham yang terlalu mahal sehingga tidak mampu dijangkau oleh calon investor dan saham tersebut tidak likuid, jika saham tidak likuid maka transaksi perdagangan terhadap saham tersebut akan semakin sedikit sehingga harapan untuk mendapatkan abnormal return juga akan semakin sedikit (Wijanarko, 2012).

Ketika perusahaan mengumumkan stock split, investor akan melakukan analisis terlebih dahulu apakah pengumuman tersebut merupakan good news atau bad news (Tandelilin, 2010). Kemudian investor akan bereaksi sesuai dengan hasil analisisnya. Gabungan dari masing-masing reaksi investor yang berbeda tersebutlah menimbulkan reaksi pasar.

Penelitian tentang reaksi pasar atas stock split sebelumnya pernah dilakukan oleh P.J. dan Rao (2001), Mittal (2015), Azizah (2019), Ghazali, Taib dan Othman (2014), Jasmine (2015), Bondhanwala (2014). Penelitian tentang reaksi pasar atas stock split sebelumnya pernah dilakukan oleh P.J. dan Rao (2001) dan Mittal (2015) yang menyimpulkan bahwa abnormal return signifikan terhadap stock split sesuai dengan signaling theory. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Azizah

(2019) dan Ghazali, Taib dan Othman (2014) menyatakan bahwa abnormal return tidak signifikan terhadap stock split. Terjadinya research gap penelitian mengenai reaksi pasar atas pengumuman stock split merupakan alasan mengapa penelitian ini dilakukan.

II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pasar modal merupakan salah satu instrumen investasi yang populer dan memiliki peran besar bagi perekonomian negara. Dalam pasar modal, investor menginvestasikan dananya pada sekuritas perusahaan yang memerlukan dana untuk mengembangkan proyeknya dengan harapan memperoleh imbalan atau return (Tandelilin, 2010). Pasar modal menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal pasal 1 ayat (12) adalah "kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek." Efek sendiri memiliki definisi surat berharga yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivative dari efek (Pebrianingrum, 2019). Sedangkan pengertian pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan prinsip-prinsip syariah, setiap transaksi surat berharga di pasar modal dilaksanakan sesuai dengan ketentuan syari'at Islam (Sutedi, 2011).

Pasar modal syariah memiliki 2 (dua) peran penting, yaitu:

1. Sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan untuk pengembangan usahanya melalui penerbitan efek syariah.
2. Sebagai sarana investasi efek syariah bagi investor

Menurut (Soemitra, 2016), kegiatan dan jenis usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal mencakup antara lain:

1. Perjudian dan permainan yang tergolong judi;
2. Jasa keuangan ribawi;
3. Jual beli resiko yang mengandung unsur ketidakpastian (gharar) dan/atau judi (maisir);
4. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain:
 - a. barang atau jasa yang haram zatnya (haram li-dzatih);
 - b. barang atau jasa haram bukan karena zatnya (haram li-ghairihi) yang ditetapkan oleh DSN-MUI;
 - c. barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Efek syariah merupakan efek yang mana dimaksud dalam peraturan undang-undang di dalam bidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara

penerbitannya sesuai dengan norma-norma syariah (Mardani, 2015).

Dalam operasional pasar modal syariah, adanya larangan dalam agama Islam seperti larangan untuk berinvestasi pada usaha-usaha berkategori terlarang (haram), larangan adanya riba, maisir, gharar dan dhalim. Larangan tersebut terdapat pada surah An-Nisa' ayat 29, sebagaimana bunyinya:

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا لَا تَاْكُلُوْا اَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ
بِالْبَاطِلِ اِلَّا اَنْ تَكُوْنَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا
تَقْتُلُوْا اَنْفُسَكُمْ ۗ اِنَّ اللّٰهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيْمًا

Yā ayyuhallażīna āmanu lā ta`kulū amwālakum bainakum bil-bāḡili illā an takuna tijāratan 'an tarāḡim mingkum, wa lā taqtulū anfusakum, innallāha kāna bikum raḡimā, (QS. 4:29).

Artinya : Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu; sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu, (QS. 4: 29).

Stock Split

Stock split adalah kegiatan memecah saham, dimana harga per lembar saham baru setelah stock split adalah 1/n dari saham per lembar sebelumnya (Hartono, 2014). Tujuan utama dari stock split adalah memecah nilai harga saham dan membuat peningkatan dalam likuiditas saham untuk mempermudah transaksi para investor. Ini

adalah hal positif karena bisa menarik minat para investor untuk bertransaksi pada saham itu. Harga yang lebih terjangkau membuat lebih banyak investor yang mampu untuk membeli saham tersebut. Peningkatan jumlah saham yang beredar membuat likuiditas meningkat dan para investor bisa dengan lebih mudah bertransaksi (Hasna, 2010).

Terdapat 2 teori stock split, yaitu Signaling Theory dan Trading Range Theory. Signaling theory yaitu teori yang mendorong perusahaan untuk melakukan pemecahan saham karena adanya kesempatan investasi serta prospek perusahaan yang baik di masa depan (Hartono, 2014). Teori ini memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan melakukan prospek yang bagus di masa depan yang dapat meningkatkan pendapatan investor melalui aktivitas stock split. Sedangkan Trading Range Theory yaitu teori yang mengatakan bahwa pemecahan saham akan meningkatkan likuiditas perdagangan saham (Yosef & Brown, 1977). Dalam teori ini, kurang aktifnya saham dikarenakan harga yang terlalu mahal. Dengan perusahaan melakukan stock split maka harga saham menjadi tidak terlalu mahal, sehingga menarik investor untuk membelinya sehingga saham menjadi likuid.

Abnormal Return

Abnormal return atau return tidak normal adalah selisih antara return yang sesungguhnya terjadi (actual return) dengan return yang diharapkan

(expected return). Abnormal return dapat di rumuskan sebagai berikut (Hartono, 2014):

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

Notasi :

$RTN_{i,t}$ = abnormal return sekuritas pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = return yang sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Actual return atau return yang sesungguhnya terjadi pada waktu ke-t. Actual return dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

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

Notasi :

$R_{i,t}$ = return saham harian sekuritas i pada periode t

$P_{i,t}$ = harga saham harian sekuritas i pada periode t

$P_{i,t-1}$ = harga saham harian sekuritas i pada periode t-1

Sedangkan expected return merupakan return yang diharapkan akan diterima. Perhitungan expected return pada penelitian ini menggunakan market-adjusted model dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{m,t} = \frac{Indeks_t - Indeks_{t-1}}{Indeks_{t-1}}$$

Notasi :

$R_{m,t}$ = pendapatan pasar saham ke-t

$Indeks_t$ = indeks saham periode t

$Indeks_{t-1}$ = indek saham periode t-1

Rata-rata pendapatan abnormal return (Average Abnormal Return/AAR) adalah pengujian adanya abnormal

return dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas untuk tiap hari di periode peristiwa (Hartono 2014). AAR dapat dihitung sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{k}$$

Notasi:

AAR_t = rata-rata pendapatan *abnormal* pada hari ke-t

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* untuk sekuritas i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Akumulasi rata-rata pendapatan *abnormal return* yaitu rata-rata pendapatan *abnormal* kumulatif (selisih dari pendapatan sebenarnya dengan pendapatan yang diharapkan) (Hartono 2014). CAAR dapat dihitung sebagai berikut:

$$CAAR_t = \frac{\sum_{t=1}^n AAR_t}{k}$$

Notasi:

$CAAR_t$ = akumulasi rata-rata *abnormal return* pada hari ke-t

AAR_t = rata-rata pendapatan *abnormal* pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Event Study

Hartono (2014) menyatakan "event study sebagai studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (event) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman." Peristiwa yang dimaksud meliputi peristiwa ekonomi maupun non ekonomi untuk mengetahui ada tidaknya

abnormal return yang diperoleh investor. Event study digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman diterima oleh pasar (Hartono, 2014).

Menurut Fatimatuzzahra (2014), kondisi ideal diperolehnya *abnormal return* adalah pada hari (t0) tidak pada hari lain. Namun dapat terjadi pada kondisi diperolehnya *abnormal return* pada waktu maupun sesudah event, yang disebabkan antara lain oleh adanya:

1. News release mengenai adanya pengumuman penting telah dilepas sebelum tanggal pengumuman itu sendiri, pesan yang timbul bahwa akan ada pengumuman penting yang berarti informasi untuk investor;
2. Terjadi kebocoran informasi;
3. Informasi datang terlambat pada hari dimana pengumuman dilepas ke pasar;
4. Informasi membutuhkan waktu untuk direfleksikan dengan harga saham.

Hubungan Reaksi Pasar dengan Abnormal Return

Reaksi pasar merupakan reaksi atau respon investor terhadap suatu peristiwa yang dianggap memiliki kabar baik atau buruk. Reaksi pasar diukur dengan melihat return sebagai nilai perubahan harga dari sekuritas atau menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* biasanya digunakan untuk mengukur apakah dari adanya suatu

pengumuman pasar akan bereaksi atau tidak (Hartono, 2014).

Hipotesis

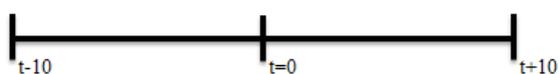
H1 : Terdapat reaksi pasar berupa abnormal return atas peristiwa stock split pada pasar modal syariah Indonesia

H2 : Terdapat reaksi pasar berupa abnormal return atas peristiwa stock split pada pasar modal syariah Malaysia

H3 : Terdapat perbedaan reaksi pasar pada pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia

III. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan metode event study. Dalam penelitian ini periode jendela yaitu selama 21 hari yang terdiri dari 10 hari sebelum pengumuman stock split (t-10), hari pengumuman stock split (t0 atau t=0), dan 10 hari setelah pengumuman stock split (t+10).



Keterangan :

t-10 = 10 hari sebelum pengumuman peristiwa stock split

t =0 = hari pengumuman peristiwa stock split

t+10 =10 hari sesudah pengumuman peristiwa stock split

Metode pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

1. Perusahaan yang tercatat pada Indeks Saham Syariah Indonesia dan FTSE Bursa Malaysia Emas Syariah indeks periode 2015-2019
2. Perusahaan yang melakukan stock split pada periode 2015 hingga 2019
3. Perusahaan yang tanggal pengumuman stock split tidak bersamaan dengan aksi korporasi lainnya seperti deviden saham, bonus issue, dan pengumuman lainnya.

Berdasarkan kriteria sampel yang telah ditetapkan diatas pada penelitian ini, perusahaan yang memenuhi kriteria diatas terdapat 23 perusahaan Malaysia dan 43 perusahaan Indonesia yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel pada penelitian ini.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Model dan Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis 1

Tabel 1.
Hasil Uji Statistik AAR dan CAAR (Indonesia)

| Periode Uji | AAR | Test Value = 0 | | CAAR | Test Value = 0 | |
|-------------|--------|----------------|----------|---------|----------------|----------|
| | | Sig. | t hitung | | Sig. | t hitung |
| t-10 | -0.009 | 0.248 | -1.173 | -0.009* | 0.000 | -12.495 |
| t-9 | 0.012* | 0.016 | 2.522 | 0.003* | 0.000 | 11.458 |
| t-8 | 0.005 | 0.380 | 0.886 | 0.009 | 0.000 | 5.797 |
| t-7 | 0.001 | 0.805 | 0.249 | 0.009* | 0.477 | -0.717 |
| t-6 | 0.002 | 0.489 | 0.699 | 0.011* | 0.000 | 11.670 |
| t-5 | 0.003 | 0.214 | 1.263 | 0.014* | 0.000 | 8.276 |
| t-4 | -0.002 | 0.734 | -0.342 | 0.011 | 0.804 | -0.250 |
| t-3 | 0.018* | 0.031 | 2.230 | 0.030* | 0.000 | 8.878 |
| t-2 | 0.010 | 0.150 | 1.467 | 0.039* | 0.000 | 9.895 |
| t-1 | 0.022* | 0.005 | 2.955 | 0.062* | 0.000 | 9.632 |
| t=0 | -0.002 | 0.936 | -0.080 | 0.060* | 0.000 | -15.273 |
| t+1 | 0.009 | 0.399 | 0.853 | 0.069* | 0.000 | 9.734 |
| t+2 | -0.007 | 0.286 | -1.082 | 0.061* | 0.000 | -11.471 |
| t+3 | 0.011 | 0.162 | 1.425 | 0.072* | 0.000 | 9.599 |
| t+4 | -0.007 | 0.299 | -1.052 | 0.065 | 0.343 | -0.960 |
| t+5 | 0.002 | 0.662 | 0.440 | 0.067* | 0.000 | 4.186 |

| | | | | | | |
|------|---------|-------|--------|--------|-------|---------|
| t+6 | 0.008 | 0.372 | 0.903 | 0.075* | 0.000 | 7.629 |
| t+7 | 0.006 | 0.569 | 0.575 | 0.081* | 0.000 | 20.384 |
| t+8 | -0.014* | 0.004 | -3.042 | 0.067* | 0.000 | -13.481 |
| t+9 | -0.006 | 0.193 | -1.324 | 0.062* | 0.000 | -7.298 |
| t+10 | -0.003 | 0.504 | -0.674 | 0.058* | 0.000 | -4.146 |

Hasil AAR positif terjadi sebanyak 13 kali, 8 kali sebelum dan 5 kali sesudah pengumuman stock split. AAR tertinggi adalah 0,022 yang terjadi satu hari sebelum hari pengumuman (t-1). AAR signifikan pada t-9, t-3, t-1, dan t+8.

Hasil CAAR positif terjadi sebanyak 20 kali, 9 kali sebelum, saat, dan 10 kali sesudah pengumuman stock split. CAAR tertinggi adalah 0,081 (t+7). CAAR signifikan selama periode pengujian terjadi pada t-10, t-9, t-8, t-6, t-5, t-3, t-2, t-1, t=0, t+1, t+2, t+3, t+5, t+6, t+7, t+8, t+9, dan t+10. Dari hasil pengujian ini maka dapat disimpulkan bahwa H1 diterima yaitu terdapat reaksi pasar berupa abnormal return atas pengumuman stock split pada pasar modal syariah Indonesia.

Pengujian Hipotesis 2

Tabel 2. Hasil Uji Statistik AAR dan CAAR (Malaysia)

| Periode Uji | AAR | Test Value = 0 | | CAAR | Test Value = 0 | |
|-------------|--------|----------------|----------|---------|----------------|----------|
| | | Sig. | t hitung | | Sig. | t hitung |
| t-10 | -0.003 | 0.486 | -0.709 | -0.003* | 0.001 | -3.934 |
| t-9 | 0.001 | 0.729 | 0.351 | -0.002 | 0.902 | 0.124 |
| t-8 | 0.002 | 0.706 | 0.382 | 0.000* | 0.000 | -5.874 |
| t-7 | 0.017* | 0.025 | 2.410 | 0.017* | 0.000 | 10.027 |
| t-6 | -0.005 | 0.267 | -1.138 | 0.012* | 0.000 | -8.113 |
| t-5 | 0.003 | 0.577 | 0.566 | 0.014 | 0.126 | -1.591 |
| t-4 | 0.003 | 0.389 | 0.878 | 0.017* | 0.000 | 5.727 |
| t-3 | 0.002 | 0.558 | 0.595 | 0.020* | 0.000 | 5.264 |
| t-2 | 0.003 | 0.340 | 0.976 | 0.023* | 0.000 | 5.141 |
| t-1 | -0.003 | 0.553 | -0.602 | 0.020* | 0.000 | -4.852 |
| t=0 | 0.033* | 0.001 | 3.729 | 0.053* | 0.000 | 7.078 |
| t+1 | 0.009 | 0.299 | 1.064 | 0.062* | 0.000 | 9.674 |
| t+2 | -0.004 | 0.396 | -0.867 | 0.058* | 0.000 | -6.106 |

| | | | | | | |
|------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| t+3 | 0.012* | 0.006 | -3.066 | 0.046* | 0.000 | -6.617 |
| t+4 | -0.001 | 0.900 | -0.127 | 0.045* | 0.000 | 4.320 |
| t+5 | 0.003 | 0.638 | 0.478 | 0.048* | 0.001 | 3.732 |
| t+6 | 0.016 | 0.260 | 1.156 | 0.064* | 0.000 | 6.414 |
| t+7 | 0.007 | 0.309 | 1.041 | 0.070* | 0.000 | 7.048 |
| t+8 | 0.003 | 0.540 | 0.623 | 0.074* | 0.000 | 4.750 |
| t+9 | 0.011 | 0.227 | 1.244 | 0.084* | 0.000 | 9.196 |
| t+10 | 0.001 | 0.867 | 0.170 | 0.085* | 0.000 | -5.415 |

Hasil AAR positif terjadi sebanyak 16 kali, 7 kali sebelum, saat, dan 8 kali sesudah pengumuman stock split. AAR tertinggi adalah 0,033 yang terjadi pada saat hari pengumuman (t=0). Pasar bereaksi signifikan pada t-7, t=0, dan t+3.

Hasil CAAR positif terjadi sebanyak 20 kali, 9 kali sebelum, saat, dan 10 kali sesudah pengumuman stock split. CAAR tertinggi adalah 0,087 (t+10). Pasar bereaksi signifikan t-10, t-8, t-7, t-6, t-4, t-3, t-2 dan t-1, t=0, t+1, t+2, t+3, t-4, t+5, t+6, t+7, t+8, t+9, dan t+10. Dari hasil pengujian ini maka dapat disimpulkan bahwa H2 diterima yaitu terdapat reaksi pasar berupa abnormal return atas pengumuman stock split pada pasar modal syariah Malaysia.

Hipotesis 3

Tabel 3. Hasil Uji Perbandingan Pasar Modal Syariah Indonesia dan Malaysia

| | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | t-test for Equality of Means | | | |
|------|-----------|------|----------------|-----------------|------------------------------|--------|-----------------|-------|
| | | | | | T | Df | Sig. (2-tailed) | |
| AAR | Indonesia | 21 | 0.00277 | 0.009152 | 0.001997 | -0.447 | 40 | 0.658 |
| | Malaysia | 21 | 0.00405 | 0.009319 | 0.002034 | -0.447 | 39.987 | 0.658 |
| CAAR | Indonesia | 21 | 0.04358 | 0.029055 | 0.006340 | 0.583 | 40 | 0.563 |
| | Malaysia | 21 | 0.03839 | 0.028703 | 0.006263 | 0.583 | 39.994 | 0.563 |

Tabel diatas merupakan tabel hasil uji beda AAR dan CAAR antara pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia

menggunakan independent sampel t-test. Pada pengujian AAR diperoleh nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,658. Pada pengujian CAAR diperoleh nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,563. Adanya kesamaan nilai signifikan antara AAR Indonesia dan Malaysia maupun CAAR Indonesia dan Malaysia menandakan bahwa tidak adanya perbedaan antara pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia. Dari hasil pengujian ini maka dapat disimpulkan bahwa H3 ditolak yang berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia.

Pembahasan

Pada pasar modal syariah Indonesia, AAR bereaksi signifikan sebanyak 3 kali sebelum hari pengumuman stock split yaitu pada t-9, t-3, dan t-1. Hal ini bisa dimungkinkan adanya kebocoran informasi sebelum pengumuman stock split. Selain itu reaksi pasar signifikan selalu bernilai positif, menandakan bahwa pasar merespon positif terhadap pengumuman stock split. Hal ini dikarenakan investor menyimpulkan bahwa perusahaan memiliki prospek baik di masa depan. Namun pada hari t+8, AAR bereaksi signifikan dan mengalami penurunan hingga pada titik terendah yaitu -0,014. Hal ini dikarenakan banyak investor yang menjual sahamnya kembali. Terdapat 2 hal yang dimungkinkan terjadi, pertama investor menilai bahwa pengumuman stock split tidak menghasilkan prospek baik di masa depan dan yang kedua terdapat event lain yang muncul pada hari tersebut.

Pada t-1, AAR bernilai positif hingga pada titik tertinggi, dan pada hari pengumuman stock split (t=0) AAR bernilai negatif. Namun pada hari t+1 AAR kembali bernilai positif dan hari t+2 AAR bernilai negatif kembali. Pegerakan nilai AAR naik turun ini kemungkinan dikarenakan investor melakukan aksi jual beli saham hanya untuk keuntungan sesaat.

Pada pengujian CAAR, terdapat abnormal return selama periode pengujian sebanyak 18 hari. Pasar bereaksi secara signifikan selama periode pengujian kecuali pada t-7, t-4, dan t+4. CAAR yang signifikan keseluruhan bernilai positif hanya satu hari bernilai negatif yaitu pada hari t-10. CAAR yang signifikan bernilai positif dapat diartikan bahwa pengumuman stock split merupakan good news bagi investor menentukan keputusan. Sedangkan CAAR yang signifikan bernilai negatif diartikan sebagai bad news oleh investor dalam menentukan keputusan investasi.

Pada pasar modal syariah Malaysia, AAR bereaksi signifikan pada hari t-7 dengan nilai 0,017. Hal ini dimungkinkan terjadinya kebocoran informasi sebelum pengumuman stock split terjadi. Pada hari pengumuman stock split (t=0) pasar bereaksi hingga pada titik tertinggi dengan nilai 0,033. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Hartono (2014) bahwa "jika suatu pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar bereaksi pada hari itu juga." Pada t=0, AAR bernilai positif

dikarenakan investor menganggap perusahaan melakukan stock split dikarenakan memiliki prospek baik dimasa depan. Hanya perusahaan yang mempunyai kinerja yang bagus saja yang bisa melakukan pemecahan saham, karena untuk melakukan stock split, perusahaan harus menanggung biaya-biaya yang diakibatkan oleh aktivitas pemecahan saham. Pada $t+3$, pasar bereaksi signifikan namun bernilai negatif. Hal ini dikarenakan investor menganggap pengumuman stock split tidak mengandung informasi penting sehingga menjual kembali sahamnya.

Pada pengujian CAAR, terdapat abnormal return selama periode pengujian sebanyak 19 hari. Pasar bereaksi secara signifikan selama periode pengujian kecuali pada $t-9$ dan $t-5$. CAAR bernilai negatif hanya satu hari saja pada $t-10$. CAAR yang signifikan keseluruhan bernilai positif hanya dua hari bernilai negatif yaitu pada hari $t-10$ dan $t-9$. CAAR yang signifikan bernilai positif dapat diartikan bahwa pengumuman stock split merupakan good news bagi investor menentukan keputusan. Sedangkan CAAR yang signifikan bernilai negatif diartikan sebagai bad news oleh investor dalam menentukan keputusan.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh P.J. dan Rao (2001) yang menyimpulkan bahwa abnormal return signifikan terhadap stock split. Namun pada penelitian ini tidak mendukung signaling theory. Pasar merespon positif terhadap pengumuman

stock split namun ada beberapa hari dimana pasar merespon negatif. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini tidak mendukung signaling theory. Namun secara keseluruhan pasar merespon positif adanya pengumuman stock split baik pada pasar modal syariah Indonesia maupun Malaysia.

V. SIMPULAN

Hasil dari penelitian ini yaitu abnormal return ditemukan signifikan disekitar pengumuman stock split pada pasar modal syariah Indonesia. AAR signifikan sebanyak 4 hari selama periode pengamatan, 3 hari sebelum pengumuman stock split dan 1 hari sesudah pengumuman stock split. CAAR signifikan sebanyak 18 hari selama periode pengamatan. Selain itu, Abnormal return juga ditemukan signifikan disekitar pengumuman stock split pada pasar modal syariah Malaysia. AAR signifikan sebanyak 3 hari selama periode pengamatan, 1 hari sebelum pengumuman stock split, saat pengumuman stock split, dan 1 hari sesudah pengumuman stock split. CAAR signifikan sebanyak 19 hari selama periode pengamatan. Dari hasil pengujian ini, menyimpulkan bahwa hipotesis 1 dan hipotesis 2 diterima yaitu terdapat reaksi pasar berupa abnormal return atas pengumuman stock split pada pasar modal syariah baik Indonesia maupun Malaysia. Pada pengujian independent sample t-test, AAR Indonesia dan Malaysia diperoleh nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,658. Pada pengujian CAAR Indonesia dan

Malaysia diperoleh nilai sig. (2-tailed) sebesar 0.563. Sehingga tidak ada perbedaan reaksi pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia.

DAFTAR PUSTAKA

- Azizah, Faradilla Zulfa. (2019). *Abnormal return dan volume perdagangan saham sebagai reaksi pasar terhadap stock split emiten consumer goods di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2015-2018*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.
- Darmadji, Tjiptono, and Hendy M. Fakhruddin. (2011). *Pasar modal di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fatimatuzahra, Vita. (2014). *Reaksi pasar atas penerbitan sukuk (studi pada emiten saham penerbitan sukuk periode (2008-2012))*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.
- Ghazali, Zahiruddin, Fauziah Md Taib, and Noraini Othman. (2014). *Reminiscing Stock Splits Announcement: A Malaysia Case*. *International Journal of Business, Economics and Management*, 1(7), 136-145.
- Hartono, Jogyanto. (2014). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hasna, Chotyahani. (2010). *Analisis pengaruh stock split terhadap harga saham pada perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi tidak diterbitkan. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Jasmine, Aldila Vania. (2015). *Reaksi atas stock split pada emiten saham syariah di BEI periode 2011-2014*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.
- Mardani. (2015). *Aspek hukum lembaga keuangan syariah di Indonesia*. Jakarta: Kencana.
- Mittal, Dr. Swati. (2015). *Stock Market Reactions to Announcements of Stock Splits*. *Journal of Management Sciences and Technology*, 2(2), 52-58.
- P.J, Jijo Lukose, and S. Narayan Rao. (2001). *The market reaction to stock splits - an emperical study*, *The ICFAI Journal of Applied Finance*.
- Pebrianingrum, Fifi. (2019). *Analisis reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk (studi kasus pada emiten yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2007-2018)*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.
- Samudra, Suryadi, and dkk. "Analisis Efisiensi Pasar Modal Pada Indeks Saham Syariah Di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Katalogis*, 4(6), 134-142.
- Soemitra, Andri. (2016). *Bank dan lembaga keuangan syariah*. Jakarta: Kencana.
- Sutedi, Adrian. (2011). *Pasar modal syariah sarana investasi keuangan berdasarkan prinsip syariah*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan investasi teori dan aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Wijanarko, Iguh. (2012). *Analisis pengaruh pemecahan saham (stock split) terhadap likuiditas saham dan return saham (study kasus pada perusahaan yang terdaftar BEI Periode 2007-2011)*. Skripsi tidak diterbitkan. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Yosef, Bar, and Lawrence D. Brown. (1977). *A reexamination of stock splits using moving betas*." *The Journal of Finance*, 32(4), 1069-1080.