

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Signalling Theory

Signalling theory mengindikasikan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menunjukkan sinyal berupa informasi positif kepada investor potensial melalui pengungkapan dalam laporan keuangan dan return saham (Miller dan Whiting 2005, Wahyu Widodo, 2011). Leland dan Pyle (1977) dalam Wahyu Widodo (2011) menyatakan bahwa sinyal adalah tindakan yang dilakukan oleh pemilik lama dalam mengkomunikasikan informasi yang dimilikinya kepada investor. Pemilik lama memiliki motivasi untuk mengungkapkan informasi privat secara sukarela karena mereka berharap informasi tersebut dapat diinterpretasikan sebagai sinyal positif mengenai kinerja perusahaan dan mampu mengurangi asimetri informasi. (Susanti, 2016).

Menurut Brigham dan Houston (2001) isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan merupakan hal yang penting, karena pengaruhnya terhadap keputusan investasi pihak diluar perusahaan. Informasi tersebut penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran, baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup perusahaan dan bagaimana efeknya pada perusahaan.

Menurut Zaenal Arifin (2005:11) Signaling teori menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar

karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor dan kreditor). Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar.

Signaling theory menjelaskan bahwa memberikan sinyal kepada pihak luar merupakan salah satu cara mengurangi informasi asimetri. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakikatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan. Informasi pengumuman divestasi yang dipublikasikan akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu perusahaan melakukan pengumuman divestasi. Oleh karena itu, informasi sangatlah berguna bagi pihak luar dari perusahaan (investor dan kreditor) untuk dijadikan sebuah bahan pertimbangan ketika perusahaan melakukan pengumuman divestasi. Dengan informasi yang diterima oleh pihak dari luar perusahaan (investor dan kreditor) inilah yang akan membuat pihak dari luar perusahaan akan melakukan pembelian saham perusahaan ataupun melakukan penjualan saham perusahaan ketika perusahaan melakukan pengumuman divestasi.

2.2 Event Study

Event study merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman

(Jogiyanto, 2013:561). Event study digunakan untuk melihat reaksi pasar modal (dengan pendekatan pergerakan harga saham) terhadap suatu peristiwa tertentu. Event Study atau yang biasa disebut dengan Studi Peristiwa, merupakan studi yang mempelajari tentang reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman.

Secara lebih spesifik studi peristiwa menyelidiki respons pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (good news) atau berita buruk (bad news). Hipotesis pasar efisien memprediksikan bahwa pasar akan memberi respons pasar positif untuk berita baik, dan respons negatif untuk berita buruk. Respons pasar tersebut tercermin dari return tak normal positif (berita baik) dan return tak normal negatif (berita buruk) (Tandelilin, 2010:565).

Menurut Hartono (2014:585), studi peristiwa (event study) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (event) yang informasinya dipublikasikan sebagai 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 harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. Jika digunakan abnormal return, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar.

2.3 Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2010:26). Pasar modal bisa diartikan juga sebagai pasar yang memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun seperti saham dan obligasi.

Berdasarkan UU No. 8 Tahun 1995, pasar modal didefinisikan sebagai 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. Pasar modal dapat didefinisikan pula sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, public authorities, maupun perusahaan swasta.

Darmadji dan Fakhrudin (2012:1) menyatakan “pasar modal adalah tempat diperjualbelikannya berbagai instrumen keuangan jangka panjang, seperti utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif dan instrumen lainnya”. Sementara itu Tandelilin (2010:26) menyatakan “pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas”. Jadi, pasar modal merupakan sarana melakukan kegiatan jual beli sekuritas.

Menurut Syahyunan (2014:143), pasar modal (capital market) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang (obligasi), ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau

wahana yang mempertemukan dua kepentingan, yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (pihak yang menerbitkan efek atau emiten). Dengan adanya pasar modal, maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan.

2.4 Divestasi

Menurut Salim H.S (2010:102) istilah divestasi berasal dari dua suku kata, yaitu 'divestasi' dan 'saham'. Istilah-istilah yang digunakan dalam peraturan perundang-undangan itu meliputi:

- a. Partisipasi bagi modal nasional
- b. Pengalihan saham atau penjualan saham
- c. Divestasi
- d. Divestasi Saham

Divestasi, kebalikan dari investasi atau akuisisi, didefinisikan sebagai penjualan sebagian perusahaan kepada pihak ketiga. Seperti dicatat oleh Pike dan Neale (2009), divestasi sangat banyak digunakan sebagai alat restrukturisasi untuk mencerminkan upaya manajemen perusahaan yang terus berlanjut untuk menyesuaikan diri dengan perubahan lingkungan ekonomi dan politik. Dua bentuk divestasi tertentu adalah sell-off dan spin-off: Sell-off melibatkan penjualan sebagian bisnis, baik anak perusahaan, divisi, atau lini produk ke pihak ketiga, biasanya dengan uang tunai. Spin-off, di sisi lain, melibatkan pemindahan aset ke perusahaan yang baru dibuat yang masih dikendalikan oleh perusahaan divestasi. Jika pasar keuangan melihat divestasi tersebut memiliki nilai ekonomi yang nyata, akan terjadi pergerakan harga saham perusahaan yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman (Hearth dan Zaima, 1984).

2.4.1 Alasan dan Tujuan Divestasi

Alasan yang melatarbelakangi suatu perusahaan melakukan divestasi dapat dibedakan dalam dua kelompok (Moin, 2004), yaitu:

- a. Alasan internal perusahaan
 - 1.Kembali ke kompetensi inti (core business)
 - 2.Menghindari sinergi yang negative
 - 3.Melepas bisnis usaha yang non-profitable
 - 4.Kesulitan Keuangan (Financial Distress)
 - 5.Perubahan strategi atau prioritas perusahaan
 - 6.Perusahaan mencari tambahan dana segar untuk keperluan tertentu
 - 7.Melepas unit bisnis untuk berdiri sendiri

- b. Alasan eksternal perusahaan
 - 1.Paksaan pemerintah
 - 2.Permintaan kreditur

Dalam beberapa hal suatu perusahaan mendivestasikan jenis aset usahanya dengan tujuan sebagai berikut:

1. Sebuah perusahaan akan melakukan divestasi (menjual) bisnis yang bukan merupakan bagian dari bidang operasional utamanya sehingga perusahaan tersebut dapat berfokus pada area bisnis terbaik yang dapat dilakukannya.
2. Untuk memperoleh keuntungan. Divestasi menghasilkan keuntungan yang lebih baik bagi perusahaan karena divestasi merupakan usaha untuk menjual bisnis agar dapat memperoleh uang.
3. Dipercayai bahwa nilai perusahaan yang telah melakukan divestasi (menjual bisnis tertentu mereka) lebih tinggi daripada nilai perusahaan sebelum melakukan divestasi. Dengan kata lain, jumlah

nilai aset likuidasi pribadi perusahaan melebihi nilai pasar bila dibandingkan dengan perusahaan pada saat sebelum melakukan divestasi. Hal ini memperkuat keinginan perusahaan untuk menjual apa yang seharusnya bernilai berharga daripada terlikuidasi pada saat sebelum divestasi.

4. Unit bisnis tersebut tidak menguntungkan lagi. Semakin jauhnya unit bisnis yang dijalankan dari core competence perusahaan, maka kemungkinan gagal dalam operasionalnya semakin besar.

2.5 Return Saham

Investor selalu mengharapkan adanya return atau keuntungan dari setiap kegiatan investasi. Return dapat berupa return realisasi yang telah terjadi atau return ekspektasi yang diharapkan akan terjadi pada masa mendatang. Selisih antara return realisasi dan return ekspektasi adalah abnormal return.

Salah satu karakteristik saham adalah terdapat potensi capital gain atau capital loss. Capital gain atau capital loss merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari selisih harga beli dan harga jual saham. Jika harga investasi saat ini lebih tinggi dari harga investasi periode lalu, hal ini menandakan terjadi capital gain, apabila yang terjadi sebaliknya maka terjadi capital loss (Jogiyanto, 2009).

2.5.1 Abnormal Return

Abnormal Return adalah selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi (Jogiyanto, 2013:579). Efisiensi pasar dapat diuji dengan melihat abnormal return yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati abnormal return dalam jangka waktu yang cukup lama

Perhitungan Abnormal Return adalah sebagai berikut : (Jogiyanto, 2013:579)

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

Keterangan :

AR = Return tidak normal (Abnormal Return) saham *i* pada periode peristiwa ke- *t*

$R_{i,t}$ = Return sesungguhnya (actual return) yang terjadi untuk saham ke *i* pada periode peristiwa ke- *t*.

$E(R_{i,t})$ = Expected return saham ke *i* untuk periode peristiwa ke- *t*

2.5.2 Actual Return

Actual Return merupakan merupakan return yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya.

Dapat dihitung dengan rumus: (Jogiyanto, 2013:580)

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$ = Return sesungguhnya (actual return) yang terjadi untuk saham ke *i* pada periode peristiwa ke- *t*.

P_{it} = Harga saham yang terjadi pada periode peristiwa ke- *t*.

P_{it-1} = Harga saham yang terjadi satu hari sebelum periode peristiwa ke-*t*.

2.5.3 Expected Return

Return ekspektasi merupakan return yang diestimasi yang diharapkan oleh investor (Jogiyanto, 2013:580). Perhitungan expected return menggunakan market adjusted model. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi

sama dengan return indeks pasar. Rumus menghitung expected return:
(Jogiyanto, 2013:591)

$$ER_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Keterangan :

ER_{it} = Expected Return saham i pada hari ke- t

R_{it} = Actual Return saham i pada hari ke- t

R_{mt} = Return pasar

Return pasar dihitung dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

2.6 Penelitian Terdahulu

No	Nama	Judul	Variabel	Hasil
1	Meijui Sun (2012)	Impact of Divestiture Activities on Corporate Performance Evidence from Listed Firms in Taiwan	Divestiture, Sell-offs, Equity carve-outs, Event study, Taiwan	Hasil analisis menunjukkan pengembalian abnormal saham positif yang signifikan terkait dengan pengumuman divestasi untuk perusahaan yang terdaftar di Taiwan. Selanjutnya, perusahaan umumnya mengalami peningkatan kinerja setelah melakukan kegiatan divestasi.

2	Emily Nichols, Andrew Rosenberg, Akios Majoni & Samson Mukanjari (2014)	Divestitures and Shareholder Wealth in The Long-Run – The South African Case	Buy and Hold Abnormal Returns, Cumulative Average Abnormal Return, Divestitures, Sell Off, Shareholder Wealth, South Africa, Spin Off	Hasil penelitian ini menemukan pengembalian abnormal kumulatif negatif yang signifikan selama 250 dan 500 hari berturut-turut, tanggal pasca-pengumuman. Hasilnya menunjukkan bahwa, secara umum, divestasi di Afrika Selatan menghancurkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dan menjual off adalah pilihan yang lebih baik dari divestasi dibandingkan dengan spin off.
---	---	--	---	---

3	Ruoran Xu, Yuen Leng, Chow & Joseph T.L. Ooi (2014)	A Relook into the Impact of Divestitures in the Presence of Agency Conflicts: Evidence from Property Subsidiary Sell-Offs in China	<i>divestiture, property sell-offs, SOEs, agency costs, China.</i>	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi berbeda terhadap pengumuman penjualan anak perusahaan oleh perusahaan milik negara (BUMN) dan non-BUMN. Konsisten dengan temuan dari literatur yang masih ada, ditemukan hasil pasar positif secara statistik yang terkait dengan pengumuman jual-beli non-BUMN. Namun, ditemukan juga hasil pasar yang negatif secara statistik yang terkait dengan pengumuman penjualan SOE.
---	---	--	--	--

4	William Finlay, Andrew Marshall & Patrick McColgan (2016)	Financing, fire sales, and the effects of asset divestiture announcements	<i>financial distress; fire sale; financing; asset divestment.</i>	Hasil penelitian ditemukan bahwa hasil abnormal secara signifikan lebih rendah ketika perusahaan-perusahaan melepaskan aset selama periode industri-distress yang luas. Selama periode ini pembeli alami dari aset yang divestasi cenderung memiliki kendala likuiditas, sehingga perusahaan penjualan menerima harga yang lebih rendah (Shleifer dan Vishny, 1992).
---	---	---	--	--

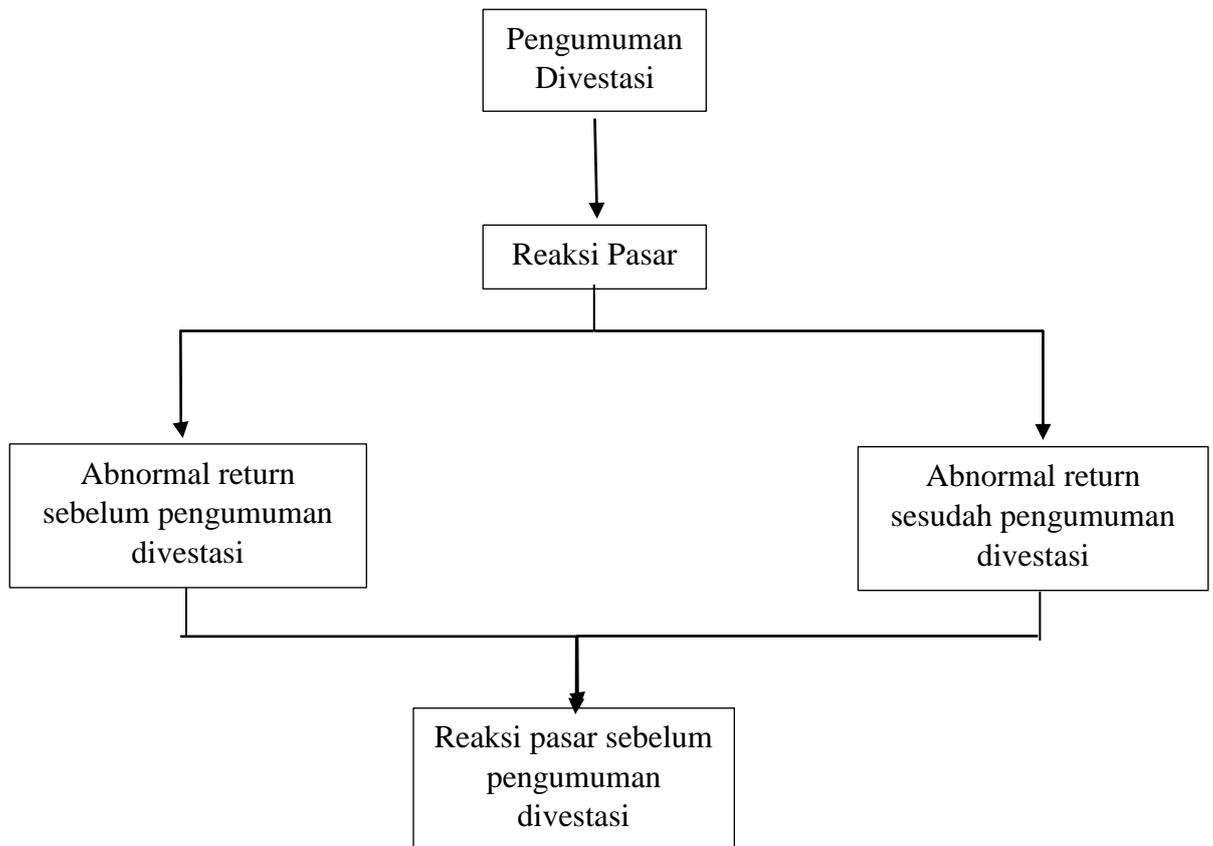
5	Annie Wong Ping Eng, Janice YM Lee, Muhammad Najib Mohamed Razali, Mat Naim Abdullah, Mohd Asmoni, & Izran Sarrazin Mohammad (2015)	Stock Market Reaction to Corporate Real Estate Divestitures and Acquisitions during the Global Financial Crisis	<i>Divestiture; acquisition; real estate assets; economic recession</i>	Untuk pra-pengumuman, divestasi perusahaan memperoleh abnormal return negatif sedangkan akuisisi memperoleh abnormal return positif, yang menandakan bahwa pasar tidak mendukung divestasi sedangkan pasar lebih mendukung akuisisi.
---	---	---	---	--

Tabel 2.1 Definisi Penelitian Terdahulu

2.7 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini menganalisis perbandingan return saham sebelum dan sesudah pengumuman divestasi dengan menggunakan studi peristiwa yang dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Event study merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2013:561). Event study digunakan untuk melihat reaksi pasar modal (dengan pendekatan pergerakan harga saham) terhadap suatu peristiwa tertentu.

Event Study atau yang biasa disebut dengan Studi Peristiwa, merupakan studi yang mempelajari tentang reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Jika perusahaan melakukan pengumuman divestasi menunjukkan tanda positif maka investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut, tetapi sebaliknya apabila pengumuman divestasi menunjukkan tanda negatif maka investor tidak tertarik membeli atau bahkan menjual saham perusahaan tersebut. Dalam hal ini Reaksi pasar terhadap pengumuman divestasi dapat diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return*. Reaksi pasar yang positif tercermin dari adanya abnormal return yang positif disekitar tanggal pengumuman pembagian dividen yang meningkat. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disederhanakan dalam gambar kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.8 Hipotesis

Hipotesis adalah alternatif dugaan jawaban yang dibuat oleh peneliti bagi problematika yang diajukan dalam penelitian yang bersifat sementara, yang akan diuji kebenarannya dengan data yang terkumpul melalui penelitian. Dengan kedudukannya itu, maka hipotesis dapat berubah menjadi kebenaran, tetapi juga dapat tumbang sebagai kebenaran (Arikunto 2013:55). Sedangkan dalam buku “Metodologi Penelitian Bisnis” Anwar Sanusi:2016, hipotesis berasal dari kata hipo yang berarti ragu dan tesis yang berarti benar. Jadi dapat disimpulkan bahwa, hipotesis adalah kebenaran yang masih diragukan.

H_1 : diduga terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman divestasi.