

1. Pendahuluan

1.1 Latar Belakang Masalah

Pada Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 18 Oktober 2024, disetujui bahwa saham Adaro Energy (ADRO) melepas bisnis batu bara untuk fokus kepada bisnis energy hijau/ *green energy*. Aksi korporasi *spin off* ini jarang terjadi di bursa saham Indonesia. Adapun saham batu bara yang dilepas oleh PT Adaro Energy menjadi perusahaan yang berdiri sendiri yaitu PT Adaro Andalan Indonesia Tbk.

Perkembangan pasar modal yang semakin dinamis mendorong perusahaan publik untuk melakukan berbagai strategi korporasi guna meningkatkan nilai perusahaan dan daya saing jangka panjang. Salah satu strategi tersebut adalah *spin-off*, yaitu pemisahan unit usaha tertentu menjadi entitas yang berdiri sendiri. Spin-off umumnya dilakukan untuk meningkatkan fokus bisnis, efisiensi operasional, serta memperjelas kinerja masing-masing segmen usaha di mata investor.

PT Adaro Energy Indonesia Tbk (ADRO) merupakan salah satu perusahaan yang melakukan strategi spin-off sebagai bagian dari restrukturisasi bisnisnya. ADRO memisahkan lini usaha batu bara termal ke dalam entitas tersendiri, yaitu PT Alamtri Resources Indonesia Tbk, dengan tujuan untuk memfokuskan pengembangan bisnis pada sektor energi dan investasi yang berorientasi pada keberlanjutan. Keputusan ini sejalan dengan perubahan arah industri energi global yang semakin menekankan aspek transisi energi dan pengurangan ketergantungan terhadap energi fosil.

Pengumuman spin-off ADRO menjadi informasi yang relevan bagi investor karena mencerminkan perubahan strategi dan struktur perusahaan. Informasi tersebut dapat diinterpretasikan sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan di masa mendatang, baik dari sisi peluang pertumbuhan maupun risiko usaha. Dalam kerangka Signaling Theory, tindakan spin-off dapat memberikan sinyal positif apabila dipersepsikan mampu meningkatkan efisiensi dan nilai perusahaan. Namun, di sisi lain, spin-off juga berpotensi menimbulkan ketidakpastian bagi investor, terutama terkait keberlanjutan kinerja perusahaan setelah pemisahan unit usaha.

Fenomena spin-off ADRO juga berkaitan dengan konsep Efficient Market Hypothesis, yang menyatakan bahwa pasar modal akan merespons informasi baru yang dipublikasikan. Reaksi investor terhadap pengumuman spin-off dapat tercermin dalam perubahan perilaku perdagangan saham di sekitar tanggal peristiwa. Reaksi pasar tersebut dapat diamati melalui indikator seperti abnormal return, volume perdagangan saham, dan harga saham, yang mencerminkan bagaimana investor menilai informasi spin-off tersebut.

Meskipun praktik spin-off telah dilakukan oleh beberapa perusahaan di Indonesia, penelitian empiris yang mengkaji dampak spin-off terhadap reaksi pasar, khususnya pada perusahaan sektor energi dengan skala besar seperti ADRO, masih relatif terbatas. Oleh karena itu, fenomena spin-off saham ADRO menarik untuk diteliti lebih lanjut guna memperoleh bukti empiris mengenai bagaimana pasar modal Indonesia merespons peristiwa tersebut. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan kajian akademik serta menjadi bahan pertimbangan bagi investor dan manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan strategis.

Penelitian sebelumnya (Sibarani, 2023), menganalisis perbedaan harga saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah suatu peristiwa dengan menggunakan metode uji beda (*paired sample*). Penelitian tersebut menggunakan saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ-45 dengan periode pengamatan 50 hari sebelum dan 50 hari sesudah peristiwa. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada harga saham maupun volume perdagangan saham antara periode sebelum dan sesudah peristiwa, sehingga pasar tidak menunjukkan reaksi yang kuat terhadap informasi yang diterima. Penelitian ini menjadi rujukan dalam penelitian ini karena memiliki kesamaan metode, yaitu *event study* dan uji beda, namun

penelitian ini berbeda dari (Sibarani, 2023), karena menggunakan peristiwa corporate action berupa spin-off saham PT Adaro Energy Tbk (ADRO) serta menambahkan variabel abnormal return, volume perdagangan saham, dan harga saham untuk melihat reaksi pasar secara lebih komprehensif.

Lalu penelitian lain (Hynninen, 2023), Penelitian ini mengkaji bagaimana pasar modal bereaksi terhadap pengumuman spin-off perusahaan di kawasan Nordik serta bagaimana kinerja saham perusahaan tersebut setelah spin-off dalam jangka panjang. Fokus utama penelitian adalah menilai apakah pemisahan unit usaha benar-benar mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham atau hanya memberikan dampak sementara pada saat pengumuman.

Pendekatan yang digunakan bersifat kuantitatif dengan metode event study untuk mengamati reaksi pasar jangka pendek. Reaksi ini diukur melalui perubahan harga saham yang tercermin dalam abnormal return dan cumulative abnormal return di sekitar tanggal pengumuman spin-off. Selain itu, penelitian juga mengevaluasi kinerja saham jangka panjang menggunakan ukuran buy-and-hold abnormal return guna melihat keberlanjutan dampak spin-off terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Hynninen menunjukkan bahwa pengumuman spin-off di negara Nordik menghasilkan reaksi pasar positif dalam jangka pendek, namun kinerja jangka panjang belum konsisten. Penelitian tersebut dilakukan pada pasar maju dan belum mempertimbangkan aspek likuiditas saham. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lanjutan yang menguji dampak spin-off terhadap harga saham dan volume perdagangan saham di pasar berkembang seperti Indonesia.

Lalu penelitian selanjutnya (Maulana & Yuliana, 2022), mengkaji reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa dengan menggunakan pendekatan event study, di mana reaksi pasar diukur melalui perubahan abnormal return dan volume perdagangan saham pada periode sebelum dan sesudah peristiwa. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah informasi yang terjadi mampu memengaruhi keputusan investor di pasar modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peristiwa yang diteliti mengandung informasi yang direspons oleh pasar, yang tercermin dari adanya perubahan pada variabel penelitian. Meskipun demikian, penelitian ini memiliki keterbatasan pada periode pengamatan yang relatif singkat, sehingga belum menggambarkan dampak jangka panjang, serta cakupan sampel yang terbatas, sehingga hasil penelitian belum dapat digeneralisasi secara luas.

Penelitian (Dewi & Rahyuda, 2014) meneliti reaksi pasar modal terhadap pengumuman right issue pada perusahaan go public di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan pendekatan event study dan indikator abnormal return. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman right issue, yang menandakan bahwa informasi tersebut direspons oleh pasar. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya menggunakan abnormal return sebagai indikator reaksi pasar, periode pengamatan yang relatif singkat, serta belum mempertimbangkan faktor eksternal dan variabel lain seperti volume perdagangan saham, sehingga hasilnya belum menggambarkan reaksi pasar secara menyeluruh.

Penelitian (Sukartaatmadja et al., 2023) menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi harga saham perusahaan pada sub sektor perkebunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016–2020 dengan menggunakan variabel fundamental perusahaan dan metode regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua faktor fundamental berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sehingga pergerakan harga saham tidak hanya ditentukan oleh kinerja keuangan internal perusahaan. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya berfokus pada satu sub sektor, periode penelitian yang terbatas, serta belum memasukkan faktor eksternal dan peristiwa korporasi, sehingga hasilnya belum dapat digeneralisasikan secara luas.

Penelitian (Iin & Mulyani, 2011) menganalisis perbedaan harga saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah suatu peristiwa dengan menggunakan pendekatan uji beda untuk melihat reaksi pasar. Hasil penelitian menunjukkan adanya perubahan pada harga saham dan volume perdagangan yang mengindikasikan bahwa pasar merespons informasi yang diterima investor. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena periode pengamatan yang relatif singkat, variabel yang digunakan masih terbatas pada harga saham dan volume perdagangan tanpa memasukkan abnormal return, serta belum mempertimbangkan pengaruh faktor eksternal dan kondisi pasar secara menyeluruh.

Selanjutnya di penelitian (Suryanto & Muhyi, 2017) menganalisis perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa stock split pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan pendekatan uji beda untuk mengamati reaksi pasar. Hasil penelitian menunjukkan adanya perubahan volume perdagangan saham setelah stock split, yang mengindikasikan bahwa peristiwa tersebut memengaruhi aktivitas transaksi investor. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya menggunakan volume perdagangan saham sebagai indikator reaksi pasar, periode pengamatan yang terbatas, serta belum memasukkan variabel lain seperti harga saham dan abnormal return maupun faktor eksternal yang dapat memengaruhi aktivitas perdagangan saham.

Penelitian (Daley et al., 1997) meneliti dampak spin-off terhadap penciptaan nilai perusahaan dengan menekankan pada perubahan fokus korporasi dan kinerja pasar modal. Menggunakan data perusahaan yang melakukan spin-off, penelitian ini menemukan bahwa spin-off cenderung meningkatkan nilai perusahaan karena memungkinkan manajemen lebih fokus pada bisnis inti, yang kemudian direspons positif oleh pasar. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena berfokus pada konteks pasar modal di negara maju, menggunakan periode dan karakteristik pasar yang berbeda dengan pasar berkembang seperti Indonesia, serta lebih menekankan pada nilai perusahaan secara keseluruhan tanpa mengkaji secara rinci reaksi pasar jangka pendek seperti abnormal return dan volume perdagangan saham.

Penelitian (Qian, 2007) menganalisis penciptaan nilai bagi pemegang saham dari peristiwa spin-off di perusahaan-perusahaan Eropa dengan menekankan peran mekanisme pengendalian internal dan eksternal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa spin-off umumnya memberikan peningkatan nilai bagi pemegang saham, terutama pada perusahaan yang memiliki struktur pengendalian yang kuat, baik dari sisi manajemen internal maupun pengawasan eksternal. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena menggunakan konteks pasar Eropa yang memiliki karakteristik kelembagaan dan regulasi berbeda dengan pasar negara berkembang, serta lebih berfokus pada penciptaan nilai jangka panjang tanpa mengkaji secara spesifik reaksi pasar jangka pendek seperti abnormal return dan volume perdagangan saham.

Lalu penelitian (Hellström & Landmark, 2020) menganalisis dampak spin-off terhadap kekayaan pemegang saham dengan menggunakan studi lintas negara untuk mengamati reaksi pasar terhadap pengumuman spin-off. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman spin-off secara umum direspons positif oleh pasar, yang tercermin dari peningkatan kekayaan pemegang saham di sekitar tanggal pengumuman. Namun, penelitian ini memiliki keterbatasan karena menggunakan data lintas negara dengan karakteristik pasar yang berbeda-beda, sehingga hasilnya kurang spesifik untuk satu pasar tertentu, serta lebih menekankan pada reaksi pasar jangka pendek tanpa mengaitkannya secara mendalam dengan variabel lain seperti volume perdagangan dan dinamika harga saham setelah peristiwa spin-off.

1.2 Perumusan Masalah

Sejalan dengan latar belakang masalah yang telah dikemukakan sebelumnya bahwa *spin off* saham batu bara pada PT Adaro Energy Tbk. ini menimbulkan minat bagi investor, dari permasalahan tersebut dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan harga saham PT adaro Energy (ADRO) sebelum dan sesudah *spin-off*?
2. Apakah terdapat perbedaan abnormal return saham PT adaro Energy (ADRO) sebelum dan sesudah pengumuman *spin-off*?
3. Apakah terdapat perbedaan volume perdagangan saham PT adaro Energy (ADRO) sebelum dan sesudah *spin-off*?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini yaitu :

1. Menguji perbedaan harga saham PT Adaro Energy (ADRO)
2. Menguji perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah *spin-off* PT adaro Energy (ADRO)
3. Menguji perbedaan volume perdagangan saham PT adaro Energy (ADRO)

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun hasil dari penelitian diharapkan memperoleh beberapa manfaat antara lain:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan kajian ilmu manajemen keuangan, khususnya yang berkaitan dengan teori pasar modal dan efisiensi pasar. Secara teoritis, penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap peristiwa *spin-off* saham, yang tercermin melalui perubahan abnormal return, volume perdagangan saham, dan harga saham.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi, khususnya dalam menilai dampak *spin-off* saham terhadap kinerja saham perusahaan. Informasi mengenai perubahan abnormal return, volume perdagangan, dan harga saham dapat membantu investor dalam menyusun strategi investasi sebelum dan sesudah corporate action.

2. Kajian Pustaka

2.1 Teori Utama

2.1.1 Teori Efisiensi Pasar

Menurut (Hartono, 2017), pasar modal dikatakan efisien secara informasi apabila harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Informasi tersebut diproses secara cepat dan akurat oleh pelaku pasar sehingga harga saham segera menyesuaikan ketika informasi baru diumumkan. Jogiyanto menegaskan bahwa efisiensi pasar tidak berarti harga saham selalu benar secara fundamental, melainkan tidak adanya kesempatan bagi investor untuk memperoleh abnormal return secara konsisten dengan memanfaatkan informasi yang sama.

Efisiensi pasar di klasifikasikan berdasarkan jenis informasi yang tercermin dalam harga saham, yaitu :

a. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Dalam bentuk efisiensi pasar lemah, harga saham mencerminkan seluruh informasi historis, seperti harga saham masa lalu dan volume perdagangan saham. Apabila pasar berada dalam kondisi efisiensi bentuk lemah, maka analisis teknikal tidak mampu memberikan abnormal return secara konsisten, karena pola harga masa lalu telah tercermin dalam harga saham saat ini.

b. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi publik, yang meliputi laporan keuangan, pengumuman dividen, dan corporate action (spin-off, stock split, merger, akuisisi)

c. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Dalam efisiensi pasar bentuk kuat, harga saham mencerminkan seluruh informasi, baik informasi publik maupun informasi privat (inside information). Jogiyanto menyatakan bahwa bentuk ini sulit ditemukan dalam praktik, karena adanya pihak tertentu yang memiliki akses informasi lebih awal.

2.1.2 Reaksi Pasar

Menurut (Hartono, 2017), reaksi pasar terhadap suatu peristiwa dapat diukur melalui beberapa indikator utama, yaitu:

a. Abnormal Return

Abnormal return menunjukkan selisih antara return aktual dan return yang diharapkan. Jika suatu peristiwa mengandung informasi, maka akan muncul abnormal return di sekitar tanggal peristiwa.

b. Volume Perdagangan Saham

Volume perdagangan mencerminkan tingkat aktivitas investor. Peningkatan volume perdagangan menunjukkan adanya perbedaan persepsi investor terhadap informasi yang diterima.

c. Harga Saham

Perubahan harga saham mencerminkan proses penyesuaian pasar terhadap informasi baru.

Jogiyanto menegaskan bahwa keberadaan abnormal return dan perubahan volume perdagangan di sekitar tanggal peristiwa merupakan indikasi bahwa pasar bereaksi terhadap informasi tersebut.

2.2 Teori Pendukung

2.2.1 Saham

Saham merupakan instrumen keuangan yang menunjukkan bukti kepemilikan seseorang atau badan usaha atas suatu perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas. Pemegang saham memiliki hak atas sebagian aset dan laba perusahaan sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki (Brigham

& Houston, 2009b). Dengan memiliki saham, investor berhak memperoleh dividen serta potensi keuntungan dari kenaikan harga saham (*capital gain*).

Menurut Tandelilin (2017) saham adalah surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal dan mencerminkan klaim atas pendapatan dan aset perusahaan. Saham menjadi salah satu instrumen investasi yang banyak diminati karena memberikan tingkat pengembalian yang relatif tinggi, meskipun disertai dengan risiko yang juga tinggi.

a. Jenis saham

Menurut Brabenec et al., (2020) dan Yulia (2016) saham dibedakan menjadi 2 jenis berdasarkan hak kepemilikannya yaitu saham biasa (*common stock*) dan saham preferen (*preffered stock*).

(i). Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa memberikan hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) serta hak memperoleh dividen apabila perusahaan memperoleh laba. Namun, pemegang saham biasa memiliki klaim terakhir atas aset perusahaan apabila terjadi likuidasi (Gupta, 2022).

(ii). Saham Preferen (*Preffered Stock*)

Saham preferen merupakan instrumen yang disukai oleh sebagian investor, karena karakteristiknya, yaitu layanan yang dapat diberikan saham preferen sebagai jenis ekuitas khusus. Bagi banyak investor dan manajer keuangan perusahaan, saham preferen idealnya berfungsi sebagai sumber ekuitas dengan dividen stabil dan biasanya memiliki dampak terbatas pada pengambilan keputusan perusahaan (Brabenec et al., 2020).

b. Harga Saham

Harga saham merupakan nilai pasar dari suatu saham untuk menentukan nilai suatu perusahaan karena hak kepemilikan atas asetnya diwakili oleh saham yang terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran di pasar modal (Rahmawati et al., 2023). Menurut Brigham dan Houston (2019), harga saham mencerminkan ekspektasi investor terhadap kinerja perusahaan di masa depan, termasuk prospek laba dan tingkat risiko.

Harga saham bersifat fluktuatif dan dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik internal maupun eksternal perusahaan. Perubahan harga saham sering dijadikan indikator reaksi pasar terhadap informasi yang diterima oleh investor.

Penelitian ini membahas tentang saham batu bara PT Adaro Energy yang melepas bisnis batu bara nya untuk beralih ke bisnis hijau/ *green energy*. Saham merupakan surat berharga yang menunjukkan bukti kepemilikan seseorang atau pihak atas suatu perusahaan berbentuk perseroan terbatas. Dengan memiliki saham, investor memiliki hak hak seperti pendapatan perusahaan jika terdapat deviden, hak atas aset jika perusahaan di likuidasi, serta hak untuk mengikuti dan ikut serta dalam pengambilan keputusan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

2.2.2 Aksi Korporasi

Aksi korporasi merupakan tindakan strategis yang dilakukan oleh perusahaan yang berdampak pada struktur kepemilikan, struktur modal, atau nilai perusahaan, serta berpotensi memengaruhi keputusan investor di pasar modal (Fitriana et al., 2019). Aksi korporasi (*corporate action*) sebagaimana dijelaskan oleh ialah aktivitas perusahaan yang berpengaruh pada jumlah saham beredar perusahaan dan harga saham di pasar modal. Aksi korporasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan berpotensi menarik perhatian investor di pasar modal. Sebelum dilakukan aksi korporasi, sudah seharusnya mendapat persetujuan dalam suatu rapat umum, baik Rapat Umum

Pemegang Saham (RUPS), ataupun Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) (Maulana & Yuliana, 2022).

Aksi korporasi bertujuan untuk meningkatkan kinerja atau menunjukkan performa baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang (Wayan et al., 2015).

2.2.3 Spin-Off

Spin-off merupakan salah satu aksi korporasi yang dilakukan oleh perusahaan untuk memisahkan anak usaha dari induk usaha perusahaan. Menurut (Brigham & Houston, 2009), *spin-off* adalah suatu bentuk *divestiture* atau pemisahan aset dimana perusahaan induk memisahkan sebuah anak usahanya menjadi entitas yang baru. Pemegang perusahaan induk menerima saham perusahaan baru secara rata tanpa pertukaran dana langsung. Dalam karakteristiknya, *spin off* tidak dilakukan perpindahan uang tunai melainkan distribusi saham, lalu unit usaha baru itu menjadi mandiri dan memiliki jajaran direksi tersendiri. Adapun tujuan *spin off* yaitu sebagai berikut :

1. Untuk menghilangkan istilah *conglomerate discount*. Jadi investor pada umumnya kurang suka dengan usaha yang terlalu beragam/diversifikasi
2. Unit usaha yang dinilai kurang optimal mendapatkan valuasi yang lebih tinggi sebagai perusahaan mandiri
3. Meningkatkan fokus dan akuntabilitas manajerial, serta memudahkan evaluasi kinerja secara terpisah untuk induk perusahaan dan anak perusahaan.

2.2.4 Harga Saham

Menurut (Damodaran; Aswath, 2012), harga saham mencerminkan nilai ekonomi perusahaan yang terbentuk dari ekspektasi investor terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas di masa depan serta tingkat risiko yang melekat pada arus kas tersebut. Harga saham tidak hanya merepresentasikan kinerja perusahaan saat ini, tetapi juga mencerminkan proyeksi pertumbuhan, stabilitas keuangan, dan ketidakpastian yang dihadapi perusahaan di masa mendatang.

Damodaran menekankan bahwa penentuan harga saham pada dasarnya merupakan proses valuasi, yaitu upaya memperkirakan nilai intrinsik saham dengan mendiskontokan arus kas masa depan ke nilai saat ini menggunakan tingkat pengembalian yang mencerminkan risiko perusahaan. Perbedaan antara harga pasar saham dan nilai intrinsiknya mencerminkan persepsi pasar terhadap prospek perusahaan, kualitas informasi, serta sentimen investor.

Selain faktor fundamental, Damodaran juga mengakui peran asumsi dan ekspektasi pasar dalam pembentukan harga saham. Informasi baru yang memengaruhi estimasi arus kas, tingkat pertumbuhan, atau risiko akan mendorong investor untuk menyesuaikan penilaian mereka, sehingga tercermin dalam perubahan harga saham di pasar.

Dengan demikian, harga saham menurut Damodaran bersifat dinamis dan terus berubah seiring dengan revisi ekspektasi investor terhadap fundamental perusahaan dan kondisi pasar. Harga saham menjadi indikator penting untuk menilai bagaimana pasar mengevaluasi nilai dan prospek perusahaan pada suatu waktu tertentu.

2.2.5 Volume Perdagangan Saham

Menurut Suryanto & Muhyi (2017) volume perdagangan merupakan jumlah transaksi yang diperdagangkan pada waktu tertentu. Volume perdagangan diperlukan untuk menggerakkan harga saham. Volume perdagangan dapat dijadikan tolok ukur (*benchmark*) untuk mempelajari informasi dan dampak dari berbagai kejadian. Hal ini berkaitan dengan keinginan atau motivasi investor dalam melakukan jual beli saham yaitu mendapatkan penghasilan. Apabila volume perdagangan saham besar maka mengindikasikan bahwa saham tersebut aktif diperdagangkan.

Menurut Nia Wati & Ayu Puspitaningtyas (2023) volume perdagangan adalah sejumlah saham yang diperjualbelikan setiap harinya. Volume perdagangan saham merupakan jumlah lembar saham suatu perusahaan yang diperjualbelikan di pasar modal setiap hari dengan harga yang sudah disepakati oleh pihak pembeli dan penjual. Kinerja suatu saham dapat diukur dengan volume perdagangannya. Semakin sering saham tersebut diperdagangkan menyatakan bahwa saham tersebut aktif dan diminati oleh para investor.

Volume perdagangan merupakan bagian yang diterima dalam analisis teknikal. Kegiatan perdagangan dalam volume yang sangat tinggi di suatu bursa akan ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik (*bullish*). Peningkatan volume perdagangan diiringi dengan peningkatan harga merupakan gejala yang makin kuat akan kondisi *bullish* (Iin & Mulyani, 2011).

2.2.6 Abnormal Return

Menurut Dewi & Rahyuda (2014) abnormal return adalah selisih antara *actual return* (hasil yang didapatkan dari investor) dengan *expected return* (hasil yang diharapkan) yang terjadi sebelum diterbitkannya informasi resmi atau terjadi karena adanya kebocoran informasi (*leakage of information*) setelah diterbitkan informasi resmi. Selisih dari kedua return dapat berupa selisih positif dan selisih negatif. Abnormal return positif apabila *actual return* lebih besar dari *expected return*. Situasi ini akan mengakibatkan investor tertarik untuk melakukan transaksi di sekitar periode pengumuman dengan tujuan mendapatkan keuntungan di atas normal, akan tetapi jika situasi yang terjadi sebaliknya maka pasar akan bereaksi negatif.

a. Return Aktual dan Return Ekspektasian

(i). Return Aktual

Return aktual adalah tingkat pengembalian yang benar-benar terjadi dan dihitung berdasarkan perubahan harga saham dari periode sebelumnya

(ii). Return Ekspektasian

Return ekspektasian merupakan return yang diharapkan oleh investor berdasarkan model tertentu, seperti *market-adjusted model*, *mean-adjusted model*, atau *market model* (Hartono, 2017).

b. Pengukuran Abnormal Return

Abnormal return dihitung dengan rumus sebagai berikut:

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

di mana:

- AR_{it} = abnormal return saham *i* pada periode *t*
- R_{it} = return aktual saham *i* pada periode *t*
- $E(R_{it})$ = return ekspektasian saham *i* pada periode *t*

Abnormal return yang bernilai positif menunjukkan reaksi pasar yang baik terhadap suatu peristiwa, sedangkan abnormal return negatif menunjukkan reaksi pasar yang kurang baik.

c. Abnormal Return dalam Event Study

Dalam penelitian event study, abnormal return digunakan untuk menguji kandungan informasi suatu peristiwa. Jika terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar tanggal peristiwa, maka peristiwa tersebut dianggap memiliki informasi yang memengaruhi keputusan investor (MacKinley, 1997). Abnormal return sering diuji menggunakan uji statistik, seperti uji t atau uji nonparametrik, untuk mengetahui signifikansi reaksi pasar.

d. Hubungan Abnormal Return dan Efisiensi Pasar

Teori pasar efisien menyatakan bahwa dalam pasar yang efisien bentuk setengah kuat, harga saham akan mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia. Oleh karena itu, abnormal return hanya akan muncul dalam jangka waktu yang sangat singkat setelah pengumuman suatu peristiwa (Hartono, 2017).

2.3 Penelitian Terdahulu

Tabel 1. Review Penelitian Terdahulu

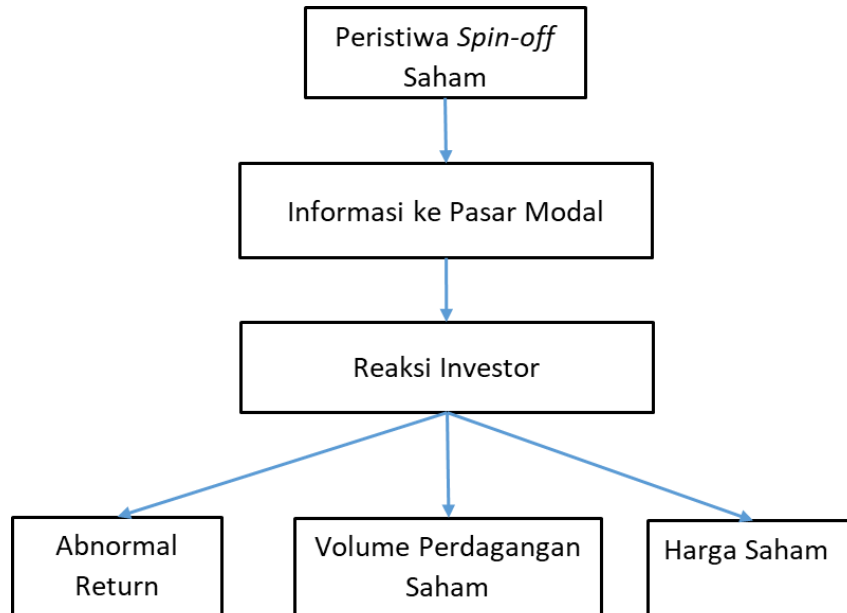
No	Nama Peneliti	Tahun	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	(Sibarani, 2023)	2023	Uji Beda Harga Saham Dan Volume Perdagangan Pada Masa Sebelum Dan Saat Pandemic Covid 19 (Event Study Saham Lq-45, 100 Hari Perdagangan)	Variabel Independen (X) Peristiwa Pandemi COVID-19, Variabel Dependen (Y) Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham	1. Pengumuman COVID-19 di Indonesia mengandung informasi penting yang direspons oleh investor sehingga menyebabkan perubahan harga saham pada perusahaan LQ-45. 2. Pandemi COVID-19 memicu peningkatan aktivitas perdagangan , yang mengindikasikan adanya ketidakpastian pasar dan aksi jual-beli oleh investor.

No	Nama Peneliti	Tahun	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
2	(Maulana & Yuliana, 2022)	2022	Analysis of the Effect of Stock Split Corporate Action on Stock Prices with Liquidity as an Intervening Variable	Variabel Independen (X) Stock Split, Variabel Intervening (Z) Likuiditas Saham, Variabel Dependen (Y) Harga Saham	1. Stock split menyebabkan perubahan harga saham secara signifikan 2. Stock split berpengaruh terhadap likuiditas 3. Peningkatan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap harga saham
3	(Sukartaatmadja et al., 2023)	2023	Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham Perusahaan Studi Kasus Pada Sub Sektor Perkebunan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020	Variabel Independen (X) Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Firm Size. Variabel Dependen (Y) Harga Saham	1. ROA berpengaruh signifikan terhadap harga saham 2. DER tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham
4	(Dewi & Rahyuda, 2014)	2014	Studi Empiris Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Right Issue Pada Perusahaan Go Public Di Bursa Efek Indonesia	Variabel Independen (X) Pengumuman right issue, Variabel Dependen (Y) Abnormal return saham	1. Abnormal return sebelum pengumuman right issue tidak menunjukkan nilai signifikan 2. Abnormal return sesudah pengumuman right issue menunjukkan hasil negatif
5	(Iin & Mulyani, 2011)	2011	Analisis Perbandingan Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Stock Split	Variabel Independen (X) Peristiwa stock split, Variabel Dependen (Y) Harga saham & volume perdagangan saham	1. Terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham sebelum dan sesudah stock split 2. Terdapat perbedaan yang signifikan pada volume perdagangan saham sebelum dan sesudah stock split.
6	(Suryanto & Muhyi, 2017)	2017	Analisis Perbandingan Volume Perdagangan Saham Sebelum Dan Sesudah Stock Split Di Bursa Efek Indonesia	Variabel Independen (X) Stock split, Variabel Dependen (Y) volume perdagangan saham	1. Terdapat perbedaan yang signifikan antara volume perdagangan saham sebelum dan sesudah stock split. 2. Stock split mampu meningkatkan likuiditas saham

No	Nama Peneliti	Tahun	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
7	(Daley et al., 1997)	1997	Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spinoffs	Variabel Independen (X) Spin-off desicion, Variabel Dependen (Y) Firm value	1. Pasar memberikan abnormal return positif dan signifikan pada saat pengumuman spin-off 2. Spin-off meningkatkan nilai perusahaan induk dan perusahaan hasil spin-off 3. Spin-off membantu menghilangkan diskon tersebut dan menciptakan value creation
8	(Qian, 2007)	2007	Shareholder Value Gains from European Spinoffs: The Effect of Internal and External Control Mechanisms	Variabel Independen (X) Spin-off desicion, Variabel Dependen (Y) Nilai pemegang saham	1. Terdapat abnormal return positif dan signifikan di sekitar tanggal pengumuman spin-off 2. Lingkungan pasar dan pengawasan eksternal yang kuat memperkuat reaksi positif pasar
9	(Hellström & Landmark, 2020)	2020	Spin-off Impact on Shareholder Wealth: A Worldwide Study on Market Reactions to Spin-off Announcements	Variabel Independen (X) Peristiwa spin-off, Variabel Dependen (Y) Kekayaan pemegang saham	1. Ditemukan abnormal return positif dan signifikan di sekitar tanggal pengumuman spin-off 2. Pengumuman spin-off menyebabkan peningkatan shareholder wealth, tercermin dari nilai CAR yang positif 3. Spin-off dipersepsikan sebagai sinyal peningkatan fokus dan efisiensi perusahaan
10	(Hynninen, 2023)	2023	The Impact of Nordic Spin-Off Announcements: A Study on Short-Term Reactions and Long-Term Performance	Variabel Independen (X) Pengumuman spin-off, Variabel Dependen (Y) Reaksi pasar jangka pendek, Kinerja jangka panjang	1. Terdapat abnormal return positif dan signifikan di sekitar pengumuman spin-off 2. CAR positif menunjukkan peningkatan nilai pemegang saham dalam jangka pendek 3. Spin-off meningkatkan fokus bisnis dan kualitas informasi perusahaan

2.4 Kerangka Model Penelitian

Pada penelitian ini terdapat variabel terikat yaitu profitabilitas yang diduga dipengaruhi oleh variabel bebas yaitu *spin-off* dengan variabel moderasi deviden. Sehingga digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1. Model Penelitian

2.5 Hubungan antar Variable dan Pengembangan Hipotesis

1. Hubungan *Spin-off* saham dengan abnormal return

Pengumuman *spin-off* dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap return saham perusahaan. Jika informasi *spin-off* dipersepsikan positif, investor berpotensi memperoleh return yang melebihi return normal (abnormal return positif). Sebaliknya, jika dipersepsikan negatif, abnormal return yang terbentuk dapat bernilai negatif. Dengan demikian, peristiwa *spin-off* diperkirakan menimbulkan perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman. H1: Terdapat perbedaan abnormal return saham PT adaro Energy Indonesia Tbk.(ADRO) sebelum dan sesudah *spin-off*

2. Hubungan *Spin-off* saham dengan volume perdagangan saham

Informasi *spin-off* dapat mendorong investor untuk melakukan aksi beli atau jual saham, sehingga meningkatkan atau menurunkan aktivitas perdagangan. Perubahan perilaku transaksi ini tercermin pada volume perdagangan saham. Oleh karena itu, peristiwa *spin-off* diduga menyebabkan perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman. H2: Terdapat perbedaan volume perdagangan saham PT adaro Energy Indonesia Tbk.(ADRO) sebelum dan sesudah *spin-off*

3. Hubungan *spin-off* saham dengan harga saham

Harga saham mencerminkan penilaian pasar terhadap nilai perusahaan. Informasi spin-off yang dipublikasikan dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai dan prospek perusahaan, sehingga memicu penyesuaian harga saham. Dengan demikian, harga saham diperkirakan mengalami perbedaan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa spin-off.

H3: Terdapat perbedaan harga saham pada saham PT Adaro Energy Tbk. (ADRO) sebelum dan sesudah *spin-off*

3. Metode Penelitian

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap aksi sebelum dan sesudah *spin-off*.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini, populasi yang dimaksud adalah saham PT Adaro Energy (ADRO) dan sample yang diambil yaitu data harga saham ADRO dari tanggal 23 Oktober 2024 sampai 22 Januari 2025.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan satu jenis data, yaitu :

1. Data sekunder

Sumber yang telah tersedia sebelumnya yaitu di pasar saham/ Bursa Efek Indonesia. Data sekunder ini adalah sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui pihak lain (Sugiyono, 2013). Data ini digunakan untuk mendukung penyusunan landasan teori dan pembahasan di penelitian ini.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Data dikumpulkan dari BEI (Bursa Efek Indonesia) saham PT Adaro Energy Tbk (ADRO)

3.5 Definisi Operasional

Tabel 2. Definisi Operasional

No.	Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Sumber
1	Peristiwa <i>spin-off</i> saham (X) - Variabel Independen	<i>Spin-off</i> merupakan tindakan perusahaan untuk memisahkan sub unit usahanya menjadi entitas perusahaan terpisah yang diumumkan kepada publik dan mengandung informasi bagi investor	Periode pengamatan sebelum dan sesudah tanggal pengumuman <i>spin-off</i> (event date)	(Daley et al., 1997), (Hartono, 2017)
2	Abnormal return (Y ₁) - Variabel Dependen	Abnormal return adalah selisih antara return aktual saham dengan return yang diharapkan sebagai akibat dari suatu peristiwa tertentu	$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$	(Hartono, 2017), (MacKinley, 1997)

No.	Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Sumber
3	Volume perdagangan saham (Y_2) - Variabel Dependen	Volume perdagangan saham mencerminkan tingkat aktivitas transaksi investor terhadap suatu saham sebagai respon atas informasi yang diterima pasar	Trading Volume Activity (TVA) = Volume saham diperdagangkan / Jumlah saham beredar	(Hartono, 2017)
4	Harga saham (Y_3) - Variabel Dependen	harga saham mencerminkan nilai perusahaan yang ditentukan oleh ekspektasi investor terhadap arus kas masa depan yang akan diterima serta tingkat risiko yang melekat pada arus kas tersebut	Harga penutupan (closing price) saham	(Brigham & Houston, 2009b)

3.6 Teknik Analisis Data

3.6.1 Penelitian Kuantitatif

Menurut (Hartono, 2017), penelitian kuantitatif adalah pendekatan penelitian yang menggunakan angka sebagai dasar pengumpulan dan analisis data. Metode ini berangkat dari pandangan bahwa fenomena dapat dipelajari secara objektif, sehingga hasilnya dapat diuji dan diulang. Peneliti biasanya bekerja dengan populasi dan sampel, menggunakan instrumen yang sudah disusun secara terstandar seperti angket atau tes, kemudian data yang terkumpul dianalisis memakai statistik untuk melihat hubungan antar variabel atau menguji suatu dugaan (hipotesis).

3.6.2 Event Study

Metode event study merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya di publikasikan sebagai suatu pengumuman (Hartono, 2017). Event study digunakan untuk mengetahui suatu peristiwa tertentu memberikan pengaruh terhadap harga saham atau return saham di pasar modal.

Menurut (Hartono, 2017), ada langkah-langkah event study yaitu :

1. Menentukan Peristiwa

Langkah awal adalah memilih kejadian yang dianggap memiliki potensi memengaruhi pasar, seperti pengumuman dividen, merger, stock split, kebijakan pemerintah, atau informasi penting lainnya. Peristiwa harus jelas tanggal terjadinya dan relevan dengan pasar modal.

2. Menentukan Event Date

Tanggal peristiwa adalah hari ketika informasi secara resmi dipublikasikan. Tanggal ini menjadi pusat analisis karena digunakan sebagai acuan untuk mengamati perubahan harga dan return sebelum serta sesudah kejadian.

3. Menentukan Estimation Window

Periode estimasi merupakan jangka waktu sebelum event window, digunakan untuk membentuk model return normal (expected return). Periode ini tidak boleh terkena pengaruh peristiwa apa pun yang sedang diteliti.

4. Menentukan Event Window

Pada tahap ini ditentukan seberapa panjang periode di sekitar peristiwa yang akan diteliti. Biasanya terbagi menjadi:

- **periode sebelum kejadian** (untuk melihat reaksi awal/premarket reaction),
- **hari peristiwa**, dan
- **periode setelah kejadian** (untuk melihat efek lanjutan/post-reaction).

Pemilihan jendela waktu harus mempertimbangkan risiko adanya informasi lain yang ikut memengaruhi pasar.

5. Menghitung Return Aktual Saham

ada setiap hari dalam event window, return saham dihitung berdasarkan perubahan harga dari hari ke hari. Return aktual inilah yang nantinya dibandingkan dengan return normal.

6. Mengestimasi Return Normal

Return normal adalah return yang seharusnya terjadi jika tidak ada peristiwa. Jogiyanto menyebut beberapa model yang bisa digunakan, seperti:

- **mean-adjusted model** (rata-rata historis),
- **market model** (menggunakan hubungan saham dengan pasar),
- **market-adjusted model**.

Model inilah yang menghasilkan return dasar sebagai pembanding.

7. Menghitung Abnormal Return

Abnormal return diperoleh dari selisih antara return aktual dan return normal. Nilai inilah yang menggambarkan apakah pasar bereaksi lebih tinggi, lebih rendah, atau sesuai ekspektasi.

Rumus umum:

$$\text{AR} = \text{Return Aktual} - \text{Return Normal}$$

8. Menghitung Average Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return

Untuk melihat reaksi keseluruhan pasar:

- **Average Abnormal Return (AAR)** dihitung dengan merata-ratakan abnormal return dari seluruh perusahaan sampel.
- **Cumulative Abnormal Return (CAR)** adalah penjumlahan abnormal return selama event window.

CAR membantu mengamati sejauh mana kejadian memberikan pengaruh total selama periode pengamatan.

9. Pengujian Statistik

Untuk memastikan apakah abnormal return yang muncul signifikan atau hanya fluktuasi biasa, dilakukan pengujian statistik seperti:

- uji t,
- uji z (tergantung data dan metode),
- atau pengujian lain yang relevan.

Uji ini menentukan apakah pasar benar-benar bereaksi terhadap peristiwa tersebut.

3.6.3 Uji T

Metode penelitian uji T digunakan untuk mengetahui perbedaan rata-rata dua kelompok sampel apakah ada perbedaan yang signifikan atau tidak secara statistik (Sugiyono, 2013). Untuk uji T, terdapat beberapa jenis yaitu :

1. Uji T Satu Sampel

Uji T satu sampel digunakan untuk menguji nilai tengah atau rerata populasi sama dengan nilai tertentu, lawan hipotesisnya bahwa nilai tengah atau rata-rata populasi tidak sama dengan nilai tertentu. Prinsipnya uji ini menguji apakah nilai tertentu berbeda atau tidak dengan rata-rata sebuah sampel

2. Paired Sample Test

Uji T berpasangan adalah salah satu metode pengujian hipotesis pada data yang tidak bebas (berpasangan). Salah satu ciri nya yaitu satu individu (objek penelitian) dikenai 2 buah perlakuan yang berbeda. Meskipun menggunakan individu yang sama, tapi memperoleh 2 macam data sampel yaitu data dari perlakuan pertama dan data dari perlakuan kedua.

3.6.4 Wilcoxon Signed Rank Test

Menurut (Ghozali, 2018), Uji Wilcoxon Signed Rank Test merupakan uji statistik nonparametrik yang digunakan untuk menguji perbedaan dua sampel yang saling berpasangan (paired samples), sebagai alternatif dari Paired Sample t-Test apabila asumsi normalitas data tidak terpenuhi. Ghozali menjelaskan bahwa uji Wilcoxon digunakan ketika data sebelum dan sesudah perlakuan berasal dari objek yang sama, namun distribusi data tidak normal, sehingga uji parametrik tidak dapat digunakan secara tepat.