

## **INVESTIGASI EMPIRIS PADA REAKSI PASAR TERHADAP PUBLIC ANNOUNCEMENTS: PENGUJIAN THE EFFICIENCY HYPOTHESIS DI THIN MARKET**

*Indah Kurniawati<sup>\*)</sup>  
Sinta Sudarini<sup>\*\*)</sup>*

### **ABSTRACT**

The objective of this study is to investigate the effect of public announcements-right issue, bonus share, earnings, dividend and stock split-on market reaction in the Jakarta Stock Exchange. Since the Jakarta Stock Exchange is a market with thin trading, therefore, this study employs a research method which is appropriate for such market.

The result of this study show that around the date of announcements (1) right issue, bonus share and dividend are responded positively but not statistically significant (2) Earning is responded positively and statistically significant (3) stock split is responded negatively and statistically significant.

**Keywords :** Public Announcement, thin market, efficiency market hypothesis, market reaction

### **PENDAHULUAN**

Informasi yang tersedia di pasar modal memiliki peranan yang penting untuk mempengaruhi segala macam bentuk transaksi perdagangan di pasar modal tersebut. Hal ini disebabkan karena para pelaku di pasar modal akan melakukan analisis lebih lanjut terhadap

setiap pengumuman atau informasi yang masuk ke bursa efek tersebut. Informasi atau pengumuman-pengumuman yang diterbitkan oleh emiten akan mempengaruhi para (calon) investor dalam mengambil keputusan untuk memilih portofolio investasi yang efisien. Dalam pasar yang efisien, informasi yang masuk ke bursa efek akan tercermin pada harga-harga surat berharga. Pasar akan memproses informasi yang relevan kemudian pasar akan mengevaluasi harga saham berdasarkan informasi tersebut. Beberapa macam informasi atau pengumuman yang dapat mempengaruhi harga sekuritas adalah *earnings announcement*, *forecast announcements*, *dividend announcement*, *financing announcement* dan lain-lain.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan menunjukkan hasil yang berbeda bahkan kontroversi mengenai efek pengumuman tersebut. Hal ini terlihat dari penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Maljuf (1984), Healey dan Palepu (1990), Fama et al. (1969), Ewijaya dan Indriantoro (1998), Miller dan Modigliani (1961), Lako (2002); hasil temuannya menunjukkan bahwa pasar melakukan reaksi yang negatif bahkan signifikan pada pengumuman-pengumuman yang diterbitkan oleh emiten di bursa efek. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Loderer dan Zimmerman (1988), Smith (1977), Mc. Nichols & Dravid (1990),

<sup>\*)</sup> Indah Kurniawati, SE., M.Si., adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Ahmad Dahlan Yogyakarta.

<sup>\*\*)</sup> Dra. Sinta Sudarini, MS., Akuntan., adalah Dosen Tetap STIE YKPN Yogyakarta.

Brennan & Hughes (1991), Na'im & Finn (2000) menunjukkan hasil yang berlawanan yakni para pelaku pasar memberikan respon yang positif terhadap pengumuman-pengumuman tersebut.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian di Bursa Efek Jakarta ini mempertimbangkan kondisi transaksi perdagangan yang jarang terjadi atau biasa disebut pasar yang tipis (*thin market*). Pasar yang tipis ini merupakan ciri dari pasar modal yang sedang berkembang, sehingga beta untuk pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan terlebih dahulu untuk mengurangi ketidakakuratan hasil estimasi return yang diharapkan dari suatu investasi (Hartono, 1999).

Permasalahan utama pada penelitian ini adalah apakah pasar memberikan reaksi terhadap *corporate action* atau pengumuman *right issue*, *bonus share*, *dividend*, *earnings* dan *stock split* apabila terlebih dahulu dilakukan koreksi terhadap bias beta di Bursa Efek Jakarta. Bertitik tolak dari hasil penelitian yang kontroversi tersebut, penelitian ini bertujuan menguji secara empiris mengenai reaksi pasar dengan terlebih dahulu melakukan koreksi terhadap bias beta Fowler & Rorke (1983) empat lag dan empat lead yang telah terbukti secara empiris paling mampu mengurangi bias beta di Bursa Efek Jakarta (Hartono dan Suriyanto, 1999). Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pemikiran yang lebih akurat bagi para atau calon investor dan praktisi bisnis dalam menganalisis ekspektasi pasar di Bursa Efek Jakarta.

#### LANDASAN TEORIDAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Informasi yang tersedia terdiri dari informasi masa lalu, informasi yang sedang dipublikasikan dan informasi privat. Teori pasar efisien dihubungkan dengan apakah harga sekuritas pada suatu waktu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Suatu pasar yang harga-harga sekuritasnya mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia disebut efisien.

Fama et al. (1969) menyajikan tiga bentuk efisiensi pasar berdasarkan informasi, yaitu

##### 1. Pasar efisien bentuk lemah (*weak form*)

*Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika*

*harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh (fully reflect) informasi masa lalu. Efisiensi pasar bentuk lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (random walk theory).*

##### 2. Pasar efisien bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

*Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (fully reflect) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan emiten.*

##### 3. Pasar efisien bentuk kuat (*strong form*)

*Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (fully reflect) semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.*

Informasi yang ditanggapi oleh pasar adalah informasi baru yang tidak diharapkan oleh pasar sehingga menimbulkan perubahan kepercayaan dan menimbulkan reaksi yang memotivasi untuk melakukan perdagangan saham. Informasi baru yang sudah diestimasi oleh pasar tidak akan menimbulkan reaksi pasar. Perdagangan saham dapat terjadi jika investor mempunyai kecermatan yang berbeda terhadap informasi yang diperoleh.

*Jogiyanto (1998) menambahkan bentuk pasar efisien juga dapat dilihat dari keputusan, ditentukan dengan seberapa canggih pasar mengolah suatu informasi. Berdasarkan bentuk pasar efisien secara keputusan ini, investor digolongkan menjadi dua yaitu investor yang canggih (sophisticated) dan investor yang kurang atau tidak canggih (naive). Untuk mengolah suatu informasi dengan benar pelaku pasar harus canggih (sophisticated). Jika sebagian saja pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini dapat menikmati abnormal return disebabkan karena mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan benar dibandingkan pelaku pasar yang tidak canggih (naive). Sedangkan investor yang naive memiliki kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima sehingga mereka sering melakukan keputusan yang salah. Dengan keputusan salah tersebut akibatnya keputusan sekuritas yang bersangkutan dinilai tidak tepat.*

*Menurut Jogiyanto (1998), para pelaku pasar modal akan mengevaluasi setiap pengumuman yang*

diterbitkan oleh emiten, sehingga hal tersebut akan menyebabkan beberapa perubahan pada transaksi perdagangan saham, misalnya adanya perubahan pada volume perdagangan, perubahan pada harga saham, bid/ask spread, proporsi kepemilikan dan lain-lain. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman yang masuk ke pasar memiliki kandungan informasi, sehingga direaksi oleh para pelaku di pasar modal. Suatu pengumuman memiliki kandungan informasi jika pada saat transaksi perdagangan terjadi, terdapat perubahan terutama perubahan harga saham. Perubahan harga saham ini mengakibatkan para pelaku di pasar modal mendapatkan abnormal return. Abnormal return ini merupakan keuntungan yang diperoleh oleh para pelaku di pasar modal.

*Right Issue* merupakan pengeluaran saham baru dalam rangka penambahan modal perusahaan dengan terlebih dahulu ditawarkan kepada pemegang saham saat ini (*existing shareholders*), sehingga dalam hal ini pemegang saham memiliki hak *preemptive right* atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu atas saham baru tersebut (Darmadji & Fakhruddin, 2001).

Perusahaan emiten lebih tertarik untuk menerbitkan *right issue* daripada menawarkan saham ke investor baru karena emiten tidak harus membayar fee untuk *underwriter* dan tidak perlu mendistribusikan kemakmuran kepada investor baru. Oleh karena itu biasanya *right issue* ini dibatasi hanya untuk pemegang saham lama, sehingga sering disebut sebagai penawaran terbatas (*limited offering*) (Husnan, 1998)

Penerbitan *Right Issue* biasanya ditujukan untuk mendapat dana tambahan dari investor/masyarakat baik untuk kepentingan ekspansi, restrukturisasi dan lain-lain. Umumnya harga saham perusahaan setelah emisi *right* secara teoritis akan mengalami penurunan. Hal tersebut disebabkan karena harga pelaksanaan emisi *right* selalu lebih rendah dari harga pasar (Darmadji & Fakhruddin, 2000)

Menurut Miller dan Rock (1985), hipotesis *negative information effect* menyatakan bahwa *Right Issue* merupakan sinyal negatif sehingga pasar melakukan respon yang negatif. Hal ini disebabkan oleh keyakinan para investor yang menganggap bahwa dana yang diperoleh dari aktivitas *Right Issue* ini digunakan manajemen untuk membiayai hutang yang telah jatuh tempo atau mendanai suatu proyek yang memiliki NPV

nol atau malah negatif, sehingga hal tersebut merupakan *bad news* bagi investor.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan, terutama mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman *right Issue*, menunjukkan hasil yang berbeda-beda, bahkan menunjukkan kontroversi. Hal ini terlihat dari penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Maljuf (1984), Healey dan Palepu (1990), di mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa setelah pengumuman *right Issue* terjadi penurunan terhadap harga saham, atau dengan kata lain pasar memberikan respon negatif terhadap *right Issue*. Sementara, penelitian yang dilakukan oleh Loderer dan Zimmerman (1988), Smith (1977), justru menunjukkan hasil yang berlawanan yakni pasar melakukan reaksi positif dan signifikan.

Di Indonesia, penelitian mengenai *right Issue* dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan (1999). Hasil penelitian tersebut menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan, pada *return saham* dan volume perdagangan disekitar tanggal pengumuman. Sementara yang dilakukan oleh Yusi (2001) menunjukkan hasil yang berbeda yakni pasar memberikan reaksi negatif pada *short event windows* maupun pada *long event windows*. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang negatif.

Berdasarkan beberapa argumentasi diatas dan hasil penelitian yang berbeda-beda, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

**H1:** Pasar memberikan reaksi terhadap pengumuman *right issue* yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*

*Bonus share* merupakan bonus pembagian saham baru untuk para pemegang saham, sebagai bentuk reward. Saham yang diberikan secara cuma-cuma oleh emiten kepada pemegang saham tersebut dapat berasal dari kapitalisasi agio saham atau dapat pula berasal dari selisih kembali penilaian aktiva tetap. Besarnya bonus ditentukan dalam rapat umum pemegang saham, yang besarnya dinyatakan dalam satuan rasio, berapa pemegang saham lama mendapatkan tambahan saham baru. Dampak dari saham bonus ini adalah meningkatnya jumlah saham yang beredar. Dengan kata lain, saham bonus berakibat pada meningkatnya faktor penawaran saham dan

dengan asumsi permintaan tetap maka dapat berakibat pada turunnya harga saham atau terjadi koreksi atas harga saham sesuai faktor koreksinya. (Darmadji & Fakhruddin, 2000)

Na'im & Finn (2000) melakukan penelitian terhadap 371 pengumuman *bonus share* di *Singapore Stock Exchange* di mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *cumulative abnormal return* di sekitar pengumuman *bonus share* menggambarkan nilai yang positif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa *bonus share* ini dianggap sebagai pengumuman yang bagus bagi para pelaku pasar di *Singapore Stock Exchange* di mana mereka beranggapan bahwa perusahaan yang melakukan pengumuman *bonus share* adalah perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus.

Berdasarkan argumentasi dan hasil penelitian di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H2** : Pasar memberikan reaksi terhadap pengumuman *bonus share* yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*

*Stock split* merupakan suatu fenomena yang masih diperdebatkan dan menjadi teka-teki dibidang ekonomi (Brigham dan Gapenski, 1994). Hal ini ditunjukkan dengan adanya ketidakcocokan antara teori dan praktik. Secara teoritis, *stock split* ini hanya meningkatkan jumlah lembar saham yang beredar, tidak menambah kesejahteraan para investor dan tidak memberikan tambahan nilai ekonomi bagi perusahaan atau tidak secara langsung mempengaruhi *cash flow* perusahaan. Tetapi beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa pasar memberikan reaksi terhadap pengumuman *stock split*, bahkan beberapa penelitian yang dilakukan menunjukkan hasil yang kontroversial mengenai efek *split* tersebut. Hal ini terlihat dari penelitian yang dilakukan oleh Mc. Nichols & Dravid (1990) dan Brennan & Huges (1991). Hasil temuannya menunjukkan bahwa pengumuman *stock split* memiliki kandungan informasi yang direaksi secara positif oleh para pelaku di pasar modal. Sementara, penelitian yang dilakukan oleh Fama et .al (1969), Wiggin (1992) justru menunjukkan hasil yang berlawanan yakni pasar tidak melakukan reaksi terhadap pengumuman *stock split*.

Di Indonesia, penelitian mengenai pengaruh *stock split* terhadap harga saham dilakukan oleh

Ewijaya dan Indriantoro (1998). Temuan yang diperoleh dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *stock split* berpengaruh secara negatif terhadap perubahan harga saham secara signifikan. Sementara itu, Fatmawati (1999) menganalisis *bid ask spread* diseperti pengumuman *stock split*. Temuannya menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham, *volume turn over* dan *bid ask spread* pada saat sebelum dan setelah *stock split*.

Berdasarkan beberapa argumentasi dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H3** : Pasar memberikan reaksi terhadap pengumuman *stock split* yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*

Kebijakan dividen sampai saat ini masih merupakan teka-teki yang masih terus diperdebatkan. Perbedaan itu berkisar tentang apakah dividen dapat dikatakan sebagai *good news* atau *bad news* bagi para pemegang saham atau investor, atau dengan kata lain bahwa dapatkah dividen itu dijadikan sebagai sinyal tentang nilai perusahaan (*value of firm*) pada masa sekarang dan masa yang akan datang.

Dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham. Dividen itu sendiri dalam bentuk tunai (*cash dividend*) atau pun dividen saham (*stock dividend*). Dividen interim atau sementara menunjukkan bahwa dividen tersebut merupakan dividen yang sifatnya sementara, sehingga dimungkinkan adanya pemberian dividen lanjutan sehingga tercipta nilai dividen yang sifatnya final untuk tahun buku tertentu. Setelah dikeluarkan dividen final maka tidak ada lagi tambahan dividen untuk tahun buku tersebut. Dividen final diputuskan pada Rapat Umum Pemegang Saham tahunan. (Darmadji & Fakhruddin, 2000)

Pengujian secara empiris terhadap pengumuman dividen telah banyak dilakukan dengan hasil yang tidak konsisten. Pettit (1972) menemukan bahwa pasar melakukan reaksi yang sangat cepat terhadap pengumuman peningkatan atau penurunan dividen. Namun, Watts (1973) menemukan bahwa perubahan dividen hanya sedikit membawa informasi tentang laba masa depan perusahaan dan tidak

ditemukan *abnormal return* disekitar pengumuman dividen (Healy dan Palepu, 1988) yang mendukung hipotesis kandungan informasi dividen yang diusulkan oleh Miller dan Modigliani (1961). Healy dan Palepu (1988) menguji sampel 131 perusahaan yang membayar dividen pertamakalinya dan 172 perusahaan yang menghapus dividen pertamakalinya antara tahun 1969 dan 1980. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan untuk membayar atau menghapus dividen pertamakalinya ditafsirkan oleh pasar sebagai ramalan perusahaan mengenai peningkatan dan penurunan laba masa depan.

Berdasarkan beberapa argumentasi dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H4** : Pasar memberikan reaksi terhadap pengumuman *dividen* yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*

Laba merupakan salah satu komponen penting untuk mengukur kinerja keuangan suatu perusahaan. Ball dan Brown (1968) melakukan penelitian mengenai hubungan antara pengumuman laba dan harga saham di *New York Stock Exchange*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perubahan laba tahunan berasosiasi dengan perubahan harga saham dengan arah yang sama. Beaver (1968) menguji secara empiris mengenai muatan informasi laba. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar melakukan reaksi terhadap informasi akuntansi terutama pengumuman laba yang tercermin dari harga saham yang meningkat secara signifikan di sekitar tanggal pengumuman laba. Sementara penelitian yang dilakukan Foster (1977) menunjukkan hasil bahwa dua hari sejak pengumuman laba, harga saham berubah secara signifikan.

Bamber (1987) melakukan pengujian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman *earnings* kuartalan dengan mempertimbangkan salah satu faktor yang mempengaruhi luasnya pengungkapan informasi yakni ukuran perusahaan (*firm size*). Kesimpulannya menunjukkan bahwa perusahaan kecil yang lebih sedikit mengungkapkan informasi keuangannya daripada perusahaan besar, mendapat respon pasar lebih besar yang ditunjukkan dengan adanya volume penjualan meningkat tajam. Berdasarkan *spearman rank correlation test*, tampak bahwa volume penjualan berkorelasi

negatif dengan ukuran perusahaan ( $\alpha < 0.001$ ).

Ball and Walts (1972) menguji sifat-sifat data *time series* yang dikaitkan dengan *income* perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa penurunan *net income* dan perilaku EPS sangat mirip dan korespondensi antara ranking untuk *net income* dan *submartingale* dengan *trend linear* sangat dekat. Penjualan berhubungan dengan *submartingale* dan *trend*, sedangkan data *net income* aktual memberikan ranking yang mirip pada *martingale* dan *submartingale* dengan *trend*.

Berdasarkan beberapa argumentasi dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H5** : Pasar memberikan reaksi terhadap pengumuman *laba* yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*

#### METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harga pasar saham dan data harga saham dari perusahaan-perusahaan yang mengumumkan *right issue, bonus shares, dividen, laba dan stock split* selama periode 1992-1996. Data yang diperlukan merupakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dibersihkan dari pengumuman lain untuk menghindari *confounding effect*.

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta. Sampel diambil dari populasi dengan beberapa kriteria atau secara *purposive sampling*, yakni perusahaan yang aktif terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan melakukan *corporate action* seperti *stock split, right issue, bonus share, earnings* dan *dividend* yang tercermin pada pengumuman-pengumuman yang dilakukan emiten. Data diambil dari database Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Capital Market Directory* dan sumber lain yang berhubungan.

Sampel pada penelitian ini diambil dari saham yang melakukan pengumuman-pengumuman yang diteliti, yakni pengumuman *right issue, bonus shares, dividen, laba dan stock split* selama periode 1992-1996. Hasil dari sampling menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* pada periode tersebut terdapat 26 perusahaan, sedangkan perusahaan yang

melakukan *bonus share* terdapat 51 perusahaan, perusahaan yang melakukan *stock split* terdapat 62 perusahaan dan perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat dan menurun terdapat 50 perusahaan serta perusahaan yang mengumumkan laba diambil duapertiga dari semua perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta karena dianggap sudah dapat mewakili semua perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta tersebut.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* yang digunakan oleh Brown and Warner (1985) dalam event studi. Return saham harian dan return pasar harian diregresikan sehingga diperoleh a dan b. Selanjutnya *expected return* dihitung selama *event period*. Windows period yang digunakan dalam penelitian ini 11 hari yakni 5 (lima) hari sebelum pengumuman, saat pengumuman dan 5 (lima) hari setelah pengumuman diterbitkan oleh emiten. *Abnormal return* diperoleh dari selisih antara return saham dengan *expected return*. Pengumuman *Right issue* kemudian diuji dengan menggunakan Uji-T untuk melihat signifikansinya dengan tingkat signifikan 5%. Langkah-langkah pengolahan data sebagai berikut :

- a. Menghitung return saham harian individual untuk *estimation period*

$$R_{mt} = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{P_{it} - 1}$$

- b. Menghitung return pasar harian :

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

Return saham harian dan return pasar harian diregresikan sehingga diperoleh a dan b

$$\beta = \frac{n(y) - (\sum x)(\sum y)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2}$$

$$\alpha = \frac{\sum y - \beta(\sum x)}{n}$$

Pasar Modal di Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta merupakan pasar modal yang

perdagangannya tidak sinkron. Hal ini terjadi karena Bursa Efek Jakarta merupakan pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar yang tipis (*thin market*) sehingga harus disesuaikan terlebih dahulu karena mengandung bias. Hartono dan Suriyanto (1999) melakukan penelitian mengenai bias yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian menunjukkan bahwa metoda *beta koreksi* Fowler dan Rorke (1983) dengan periode koreksi *empat lead* dan *empat lags* dianggap paling mampu untuk mengoreksi bias beta di Bursa Efek Jakarta.

- c. Mengestimasi beta dengan metode koreksi Fowler dan Rorke

$$R_{it} = a_i + b_i - 4R_{mt-4} + b_i - 3R_{mt-3} + b_i - 2R_{mt-2} + b_i - 1R_{mt-1} + b_0 R_{mt} + b_4 R_{mt+4} + b_3 R_{mt+3} + b_2 R_{mt+2} + b_1 R_{mt+1} + e_{it}$$

Besarnya beta perusahaan ke-i yang telah dikoreksi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Arif dan Johnson, 1990) :

$$b_i = W_4 b_{i-4} + W_3 b_{i-3} + W_2 b_{i-2} + W_1 b_{i-1} + b_0 + W_1 b_{i+1} + W_2 b_{i+2} + W_3 b_{i+3} + W_4 b_{i+4}$$

- d. Menghitung *expected return* untuk *estimation period* menggunakan *Single Index Model* :

$$E(R_{it}) = a_i + b_i R_m$$

- e. Mencari *abnormal return* pada *estimation period* :

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

Pada *event period* :

- a. Menghitung *return* saham harian individual
- b. Menghitung *return* pasar harian
- c. Menghitung *expected return*
- d. Selanjutnya menghitung *abnormal return*
- e. Menghitung *average abnormal return* untuk setiap hari selama event period

$$AAR_t = \frac{1}{k} \sum AR_{it}$$

- f. Menghitung CAAR selama *event period* dengan rumus :

$$CAAR_t = \sum_{t=-5}^{t=5} AAR_t$$

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t-1}^{i2} R_{ij} - Rt}{T - 2}}$$

- g. Pengujian statistik (*t-test*) untuk menguji signifikansi hipotesis pertama terhadap *average abnormal return* pada *event period* bertujuan untuk melihat signifikansi *average abnormal return* tersebut. *Standar abnormal return*  $i,t$  diartikan sebagai nilai *t*-hitung untuk masing-masing *abnormal return* sekuritas  $i$  pada hari ke- $t$ . Sedangkan *standar average abnormal return-t* merupakan nilai *t*-hitung untuk *average abnormal return* pada hari- $t$  selama *event period* (Hartono, 1998).

$$SAAR_t = \frac{1}{\sqrt{k}} \sum_{i=1}^k SAR_{i,t}$$

- h. Menentukan *Standardized Cummulative Average Abnormal return* dengan rumus :

**ANALISIS HASIL PENGUJIAN**

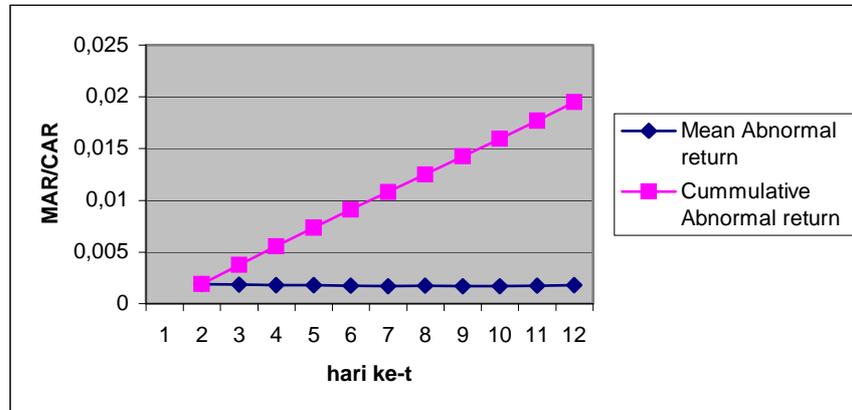
Analisis yang dilakukan pada penelitian ini meliputi analisis terhadap reaksi pasar pada pengumuman *Right Issue*, pengumuman *Bonus Share*, pengumuman *Stock Split*, pengumuman Dividen dan pengumuman Laba dengan terlebih dahulu dilakukan koreksi terhadap bias beta yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Hasil pengujian tersebut adalah sebagai berikut :

**Tabel 1**  
**Hasil pengujian *abnormal return* di seputar pengumuman *right issue***  
**( Sampel terdiri atas 26 perusahaan)**

Hari ke-t	Mean Abnormal return	Cummulative Abnormal return	t-hitung	Keterangan
-5	0,001882	0,001882	-4163,038373	Tidak Signifikan
-4	0,0018612	0,0037432	-4171,465158	Tidak Signifikan
-3	0,0018088	0,005552	-4181,408947	Tidak Signifikan
-2	0,0018032	0,0073552	-4190,423568	Tidak Signifikan
-1	0,0017264	0,0090816	-4152,511461	Tidak Signifikan
0	0,0017116	0,0107932	-4164,133976	Tidak Signifikan
1	0,0017272	0,0125204	-4136,146027	Tidak Signifikan
2	0,001718	0,0142384	-4144,087009	Tidak Signifikan
3	0,0017024	0,0159408	-4153,258624	Tidak Signifikan
4	0,0017592	0,0177	-4170,028188	Tidak Signifikan
5	0,001818	0,019518	-4133,712163	Tidak Signifikan

Hasil pengolahan spss

Grafik:



Berdasarkan tabel ditunjukkan bahwa *mean abnormal return* dan *cummulative abnormal return* menunjukkan hasil yang positif meskipun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku pasar memberikan respon yang positif terhadap pengumuman *Right issue*. Padahal *right issue* itu sendiri merupakan *bad news* di pasar modal, sehingga hal ini

mengindikasikan bahwa sebagian para pelaku pasar yakni (calon) investor telah menerima *assymetry information*, di mana mereka telah mendapatkan informasi yang baik/ menguntungkan dari perusahaan emiten yang melakukan *right issue* tersebut.

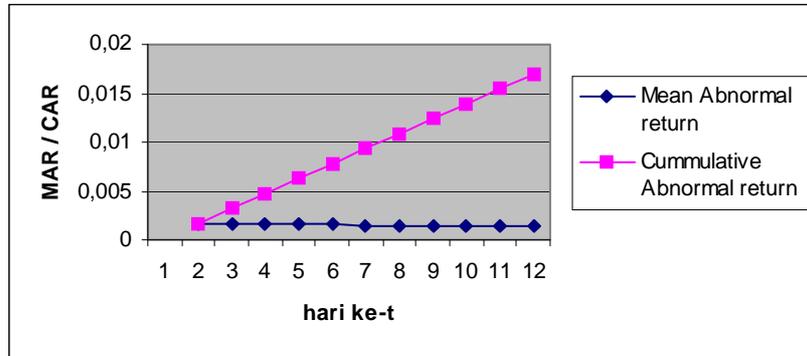
Hasil Pengujian terhadap reaksi pasar pada pengumuman *bonus share* sebagai berikut

**Tabel 2**  
**Hasil pengujian *abnormal return* di seputar pengumuman *bonus share***  
**(Sampel terdiri atas 51 perusahaan)**

Hari ke-t	Mean Abnormal return	Cummulative Abnormal return	t-hitung	Keterangan
-5	0,001606604	0,001606604	-0,90680901	Tidak Signifikan
-4	0,001575472	0,003182075	-0,197052453	Tidak Signifikan
-3	0,001553019	0,004735094	0,100528889	Tidak Signifikan
-2	0,001558868	0,006293962	-0,854238353	Tidak Signifikan
-1	0,001552642	0,007846604	-0,155076277	Tidak Signifikan
0	0,001508491	0,009355094	-0,808221986	Tidak Signifikan
1	0,001498868	0,010853962	-1,888120432	Signifikan
2	0,001518302	0,012372264	-0,195584665	Tidak Signifikan
3	0,001529811	0,013902075	-0,708060386	Tidak Signifikan
4	0,001509434	0,015411509	0,965753653	Tidak Signifikan
5	0,001489623	0,016901132	0,237616845	Tidak Signifikan

Hasil pengolahan spss

Grafik:



Berdasarkan tabel ditunjukkan bahwa *mean abnormal return* dan *cumulative abnormal return* menunjukkan hasil yang positif meskipun secara keseluruhan tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku pasar memberikan respon yang positif terhadap pengumuman *Bonus share*. Reaksi positif tersebut disebabkan karena para pelaku di pasar

modal mempunyai anggapan bahwa hanya perusahaan yang memiliki kinerja yang baguslah yang mampu memberikan *bonus share* kepada para pemilik saham, sehingga hal ini mengakibatkan pasar menanggapi secara positif pengumuman *bonus share* tersebut.

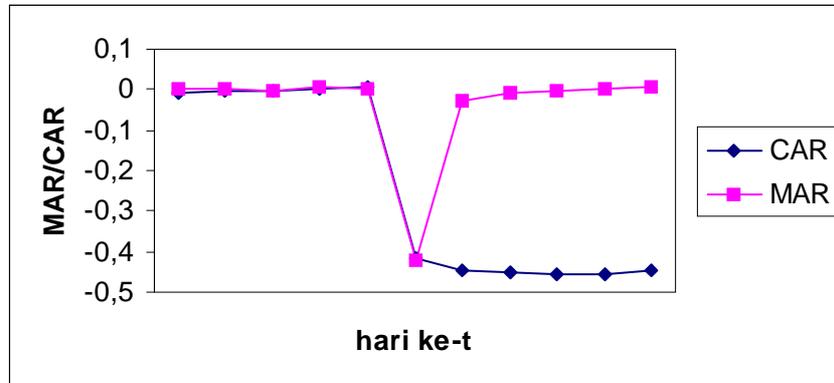
Hasil Pengujian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman stock split adalah sebagai berikut:

**Tabel 3**  
**Hasil pengujian *abnormal return* di seputar pengumuman *Stock split***  
**( Sampel terdiri atas 62 perusahaan)**

Hari ke-t	<i>Mean Abnormal Return</i>	<i>Cumulative Abnormal Return</i>	t-hitung	Keterangan
-5	-0,00589	-0,00589	-2,57070	Signifikan
-4	0,00351	-0,00238	1,41034	Tidak Signifikan
-3	-0,00157	-0,00395	0,40298	Tidak Signifikan
-2	0,00526	0,00131	1,07951	Tidak Signifikan
-1	0,00299	0,00431	0,60042	Tidak Signifikan
0	-0,42207	-0,41776	-135,15815	Signifikan
1	-0,02823	-0,44599	-5,39797	Signifikan
2	-0,00722	-0,45321	-3,51882	Signifikan
3	-0,00377	-0,45698	-0,99873	Tidak Signifikan
4	0,00214	-0,45484	0,18029	Tidak Signifikan
5	0,00664	-0,44819	1,54835	Tidak Signifikan

Hasil Pengolahan spss

Grafik:



Berdasarkan tabel dapat dilihat bahwa pasar secara tidak stabil merespon pengumuman stock split tersebut. *Mean abnormal return* dan *cumulative abnormal return* 5 hari sebelum terjadi pengumuman menunjukkan hasil yang negatif meskipun tidak signifikan, begitu juga pada saat 3 hari setelah pengumuman *stock split*. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar merespon secara negatif pengumuman *stock*

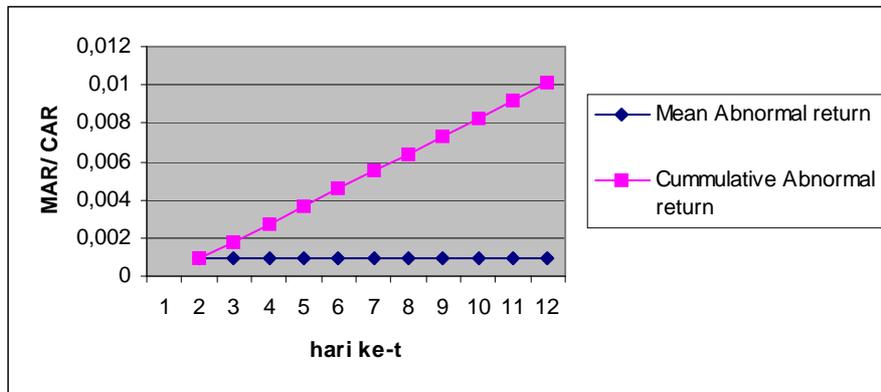
*split*. Hal ini disebabkan karena investor sudah mengetahui terlebih dahulu berita mengenai *stock split* tersebut atau hal ini disebabkan adanya *asymetry information*, dimana sebagian calon investor sudah mengetahui terlebih dahulu informasi yang ada di perusahaan yang melakukan *stock split* tersebut. Sementara itu hasil pengujian terhadap pengumuman dividen menunjukkan hasil sebagai berikut:

**Tabel 4**  
**Hasil pengujian *abnormal return* di seputar pengumuman *dividen***  
**(Sampel terdiri atas 50 perusahaan)**

Hari ke-t	<i>Mean Abnormal return</i>	<i>Cummulative Abnormal return</i>	t-hitung	Keterangan
-5	0,000913	0,000913	-0,820420258	Tidak Signifikan
-4	0,0009116	0,0018246	-6086,586414	Tidak Signifikan
-3	0,000916	0,0027406	1,463041982	Tidak Signifikan
-2	0,0009186	0,0036592	-11179,1747	Tidak Signifikan
-1	0,0009104	0,0045696	0,410290272	Tidak Signifikan
0	0,0009126	0,0054822	0,311305372	Tidak Signifikan
1	0,0009104	0,0063926	-1,902474549	Tidak Signifikan
2	0,0009094	0,007302	1,627364396	Tidak Signifikan
3	0,0009288	0,0082308	-2,322247052	Tidak Signifikan
4	0,000934898	0,009165698	-1,317722181	Tidak Signifikan
5	0,000934583	0,010100281	-0,287250482	Tidak Signifikan

Hasil pengolahan spss

Grafik:



Berdasarkan tabel dan grafik menunjukkan bahwa pasar memberikan respon yang positif terhadap pengumuman dividen. Hal ini terlihat pada adanya *abnormal return* yang positif meskipun tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa pembagian dividen yang diberikan oleh perusahaan emiten ditanggapi secara positif oleh investor. Selain itu juga

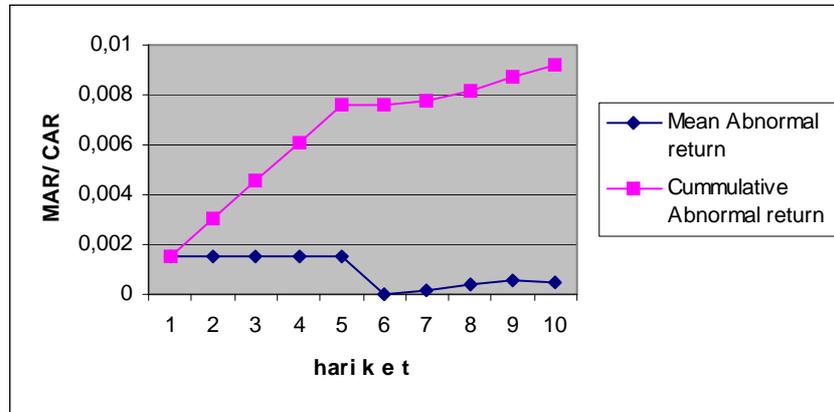
menunjukkan bahwa perusahaan yang memberikan dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu menghasilkan laba sehingga dapat memberikan dividen kepada para pemegang saham.

Hasil pengujian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman laba sebagai berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil pengujian *abnormal return* di seputar pengumuman laba**  
**(Sampel terdiri atas 90 perusahaan)**

Hari ke-t	Mean Abnormal return	Cummulative Abnormal return	t-hitung	Keterangan
-5	0,001516705	0,001516705	-7,039352579	Signifikan
-4	0,001514091	0,003030795	-1,876511015	Signifikan
-3	0,00151375	0,004544545	2,336914247	Signifikan
-2	0,001507955	0,0060525	0,303228935	Tidak Signifikan
-1	0,001510114	0,007562614	-6,409107952	Signifikan
1	0	0,007562614	0	Tidak Signifikan
2	0,000176364	0,007738977	-14,27444844	Signifikan
3	0,000418409	0,008157386	-14,13070784	Signifikan
4	0,000541023	0,008698409	-11,60315311	Signifikan
5	0,000501818	0,009200227	-3,856223239	Signifikan

Grafik:



Berdasarkan tabel menunjukkan bahwa pasar memberikan reaksi yang positif secara signifikan pada pengumuman laba di Bursa Efek Jakarta. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku pasar dapat menyerap informasi yang disampaikan oleh perusahaan emiten dengan bagus. Selain itu juga menunjukkan bahwa pelaku pasar menanggapi pengumuman laba tersebut secara tepat, hal ini terlihat dari *mean abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang positif.

### SIMPULAN

Para pelaku pasar modal baik para investor maupun calon investor di pasar modal khususnya Bursa Efek Jakarta memberikan reaksi terhadap setiap pengumuman yang masuk ke bursa. Hal ini berarti menunjukkan bahwa para pelaku pasar sudah memberikan respon yang tepat dan tidak *foolish*

terhadap informasi yang diterbitkan oleh para emiten. Pengumuman *right issue*, *bonus share*, *earnings* dan *dividend* direaksi positif secara statistik oleh pasar, sementara pengumuman *stock split* direaksi secara negatif. Reaksi pasar yang diamati selama periode pengamatan ini menunjukkan reaksi yang tidak signifikan.

### SARAN

Pada penelitian-penelitian berikutnya dapat dikembangkan dengan memisahkan antara perusahaan yang memberikan pengumuman berdasarkan *size*, jenis industri dan lain sebagainya. Selain itu dapat pula menambah *windows period* untuk penelitian selanjutnya supaya setiap pengumuman yang masuk ke Bursa Efek Jakarta dapat terserap secara penuh oleh para pelaku di pasar modal.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Brennan, M.J. and P.J. Hughes, 1991, Stock Pices and The Supply of Information, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 1665-1691
- Brigham, E.F., L.C Gapenski, 1994, *Financial Management: Theory & Practice*, Orlando, The Dryden Press
- Budiarto, Arif dan Zaki Baridwan, 1999. "Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta periode 1994-1996". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 2 No. 1, Januari 1999.
- Darmadji Tjiptono & Hendy M.F., "Pasar Modal di Indonesia", *Salemba Empat*, Jakarta, 2001.
- Ewijaya dan Nur Indriantoro, 1999, Analisis Pengaruh P, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Pemecahan Saham terhadap Perubahan Harga Saham, hal 53-65
- Fama, Eugene., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen and Richard Roll, 1969, The Adjustment of Stock Prices to new Information, *Internatioanl Ecinomic Review* 10:1, pp.1-21
- Fatmawati, 1999, Pengaruh Stock Split terhadap likuiditas saham yang diukur dengan besarnya Bid-ask spread di Bursa Efek Jakarta, *Thesis S2 Program Studi Akuntansi UGM*, Yogyakarta
- Fowler, D.J., dan C.H. Rorke, 1983, "The Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading", *Jornal of Financial Economics*, 12, hal. 279-289
- Hartono, J., dan Surianto, 1999, "Bias Di Beta Sekuritas dan Koreksinya Untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris Di Bursa Efek Jakarta", *Makalah Seminar*, pada Seminar Nasional Hasil-hasil Penelitian, Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis, UNDIP Semarang
- Healey, Paul dan Khrisna G Palepu, 1990. "Earning and Risk Charges Surrounding Primary Stock Offer". *Journal of Accounting Research*. Vol. 28, Spring.
- Husnan, Suad. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua, Yogyakarta. AMP YKPN, 1996
- Jogiyanto, H.M., 1998, Teori Portofolio & Analisis Invensi, BPFE, Yogyakarta
- Lako. A. 2002. "Market reaction to Earnings Announcements With and Without Confounding Effect" Simposium dwi tahunan *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*, Yogyakarta
- Loderer, C., Zimmermann, H., 1998. "Stock Offerings in a Different Institutions Setting ; The Swiss Casse, 1973-1983". *Journal of Banking Finance* 12, 353-378.
- McNichols, M. and A. Dravid, 1990, Stock Dividends, Stock Splits and Signaling, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 857-979
- Miller, M., dan K. Rock. 1985. "Dividend Policy Under Assymmetric Information". *Journal of Finance*, P. 1031-1051.
- Miller, M.H and Modigliani. " Dividend policy, growth and the valuation of shares", *journal of Business*, October 1961

Myers, S.C., Majluf, N.S. 1984. "Corporate Finance and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have". *Journal of Finance Economics* 13, 187-221.

Na'im, Ainun and Frank Finn, "Announcement effects and Market Efficiency in a Thin Market", *Asia Pacific Journal of Management*, 6 (2) pp: 243-265

Smith K., Fred and Jay M. Smith. *Intermediate Accounting*. 9<sup>th</sup> edition. Cincinatti : South Wesetern, 1990.

Wiggins, J.B., 1992, Beta Changes Around Stock Splits Revisited, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, pp. 631-640

Yusi S.P. "Analisis *Right Issue* terhadap Return Saham setelah Cum Date". *Symposium Nasional Akuntansi IV*, Bandung, 2001