



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH PENGUMUMAN SAHAM BONUS
TERHADAP HARGA DAN LIKUIDITAS SAHAM
(STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2000-2008)**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi**

**YUNUS RISMANTO
0706195844**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
JULI 2009**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH PENGUMUMAN SAHAM BONUS
TERHADAP HARGA DAN LIKUIDITAS SAHAM
(STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2000-2008)**

TESIS

**YUNUS RISMANTO
0706195844**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
JULI 2009**



HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Yunus Rismanto

NPM : 0706195844

Tanda Tangan : 

Tanggal : 27 Juli 2009

HALAMAN PENGESAHAN

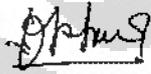
Tesis ini diajukan oleh

Nama : Yunus Rismanto
NPM : 0706195844
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul Tesis : Pengaruh Pengumuman Saham Bonus Terhadap
Harga dan Likuiditas saham (Studi Empiris di Bursa
Efek Indonesia Tahun 2000-2008)

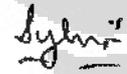
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

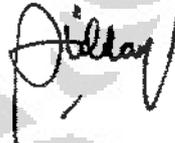
Pembimbing : Dr. Dwi martani

()

Penguji : Dr. Sylvia Veronica

()

Penguji : Iilda Rossieta, Ph.D

()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 27 Juli 2009

Mengetahui,
Ketua Program



KATA PENGANTAR

Alhamdulillah Rabbil 'Alamiin, puji syukur saya panjatkan kehadirat Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Indonesia. Saya menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini.

Oleh karena itu saya menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Ibu Dr. Dwi Martani yang telah dengan ikhlas berbagi ilmu dan waktu memberikan kritik, saran, komentar, dan bimbingan materi dalam penyusunan tesis ini.
2. Ibu Dr. Lindawati Gani, selaku Ketua Program MAKSI-UI, beserta Staf dan Karyawan, atas segala bimbingan, kemudahan dan fasilitas yang disediakan selama penulis menuntut ilmu.
3. Bapak, Ibu, istriku Novayanti, dan anak-anakku tercinta, Salsa, Zakia, serta Fatih atas doa dan kesabarannya.
4. Rekan-rekan program MAKSI-UI khususnya kelas A./2007 I atas dukungan dan kerjasamanya.
5. Pihak-pihak lain yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari tesis ini jauh dari sempurna. Oleh karena itu, saran dan kritik yang bersifat membangun sangat ditunggu penulis untuk menambah wawasan dan khasanah ilmu kita bersama.

Akhir kata, semoga tesis ini membawa manfaat bagi kita semua. Aamiin..

Jakarta, 27 Juli 2009

Yunus Rismanto

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Yunus Rismanto
NPM : 0706195844
Program Studi : Magister Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

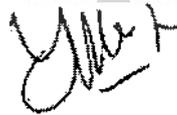
PENGARUH PENGUMUMAN SAHAM BONUS TERHADAP HARGA DAN LIKUIDITAS SAHAM (STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2000-2008)

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada Tanggal : 27 Juli 2009

Yang menyatakan



(Yunus Rismanto)

ABSTRAK

Nama : Yunus Rismanto
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul : Pengaruh Pengumuman Saham Bonus Terhadap Harga dan Likuiditas Saham (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia Tahun 2000-2008)

Tesis ini membahas *return* dan volume perdagangan abnormal berkaitan dengan pengumuman saham bonus oleh perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2000 hingga 2008. Metodologi studi peristiwa digunakan untuk mempelajari reaksi dari pengumuman saham bonus. Hasilnya menunjukkan ada *return* dan volume perdagangan abnormal yang positif dan signifikan seputar pengumuman. Regresi *cross sectional* menunjukkan rasio bonus dan ukuran perusahaan tidak mempengaruhi *return* abnormal. Selanjutnya dibuktikan bahwa kumulatif *return* abnormal sebelum pengumuman secara statistik berhubungan dengan reaksi harga seputar pengumuman saham bonus.

Kata Kunci:

Studi peristiwa, saham bonus, sinyal, likuiditas, regresi *cross-sectional*, Indonesia

ABSTRACT

Name : Yunus Rismanto
Study Program : Master of Accounting
Title : The Influence of Bonus Share Announcement on Stock Price and Liquidity (Empirical Study in Indonesia Stock Exchange from 2000 to 2008)

This study examines abnormal return and trading volume associated with the announcement of bonus share issues by companies listed on Indonesian Stock Exchange over the period 2000 to 2008. Event study methodology is used for the purpose of studying the bonus share announcement reaction. The result indicate that there are significant positive abnormal return and trading volume around the announcement. Cross sectional regression shows that the bonus ratio and the size of the firm do not affect the abnormal return of the company. Further it has been evidenced that the pre-announcement cumulative abnormal return is statistically related to price reaction around the bonus share announcement.

Keywords:

Event study, bonus share, signalling, liquidity, cross-sectional regression, Indonesia

DAFTAR ISI

| | |
|--|-----------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS | ii |
| HALAMAN PENGESAHAN | iii |
| KATA PENGANTAR | iv |
| HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH | v |
| ABSTRAK | vi |
| ABSTRACT | vii |
| DAFTAR ISI | viii |
| DAFTAR TABEL | x |
| DAFTAR GAMBAR | xi |
| DAFTAR LAMPIRAN | xii |
| 1. PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Masalah | 1 |
| 1.2 Perumusan Masalah | 3 |
| 1.3 Pembatasan Masalah | 3 |
| 1.4 Tujuan Penelitian | 3 |
| 1.5 Manfaat Penelitian | 4 |
| 1.6 Sistematika Penulisan | 5 |
| 2. LANDASAN TEORI, TELAHAH LITERATUR, KERANGKA BERPIKIR, DAN HIPOTESIS PENELITIAN | 7 |
| 2.1 Landasan Teori..... | 7 |
| 2.1.1 Pasar Modal | 7 |
| 2.1.2 Indeks Harga Saham Gabungan | 11 |
| 2.1.3 Efisiensi Pasar | 14 |
| 2.1.4 Aksi Korporasi | 17 |
| 2.1.5 Saham Bonus | 18 |
| 2.1.6 Risiko dan <i>Return</i> | 23 |
| 2.1.6.1 Risiko dan <i>Return</i> Individual | 23 |
| 2.1.6.2 Risiko dan <i>Return</i> Portofolio | 25 |
| 2.1.7 <i>Return</i> Abnormal | 26 |
| 2.1.8 Volume Perdagangan Abnormal | 30 |
| 2.2 Telaah Literatur | 32 |
| 2.3 Kerangka Berpikir | 36 |
| 2.4 Hipotesis Penelitian | 38 |
| 3. METODOLOGI PENELITIAN | 41 |
| 3.1 Obyek Penelitian | 41 |
| 3.2 Metode Penelitian | 41 |
| 3.3 Variabel Penelitian | 42 |
| 3.4 Sumber Pengumpulan Data | 45 |
| 3.5 Teknik Analisis Data | 46 |
| 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN | 51 |
| 4.1 Deskripsi Sampel Penelitian..... | 51 |
| 4.2 Pengujian Persyaratan Analisis..... | 53 |
| 4.3 Pembahasan..... | 56 |

| | |
|--|-----------|
| 4.3.1 Hasil Pengujian AAR dan CAAR | 56 |
| 4.3.2 Hasil Pengujian AAV dan CAAV | 62 |
| 4.3.3 Hasil Regresi CAR | 66 |
| 4.3.4 Hasil Regresi CAV | 70 |
| 5. PENUTUP | 73 |
| 5.1 Kesimpulan | 73 |
| 5.2 Keterbatasan Penelitian | 73 |
| 5.3 Saran | 74 |
| 5.2 Implikasi Penelitian | 74 |
| DAFTAR REFERENSI | 76 |

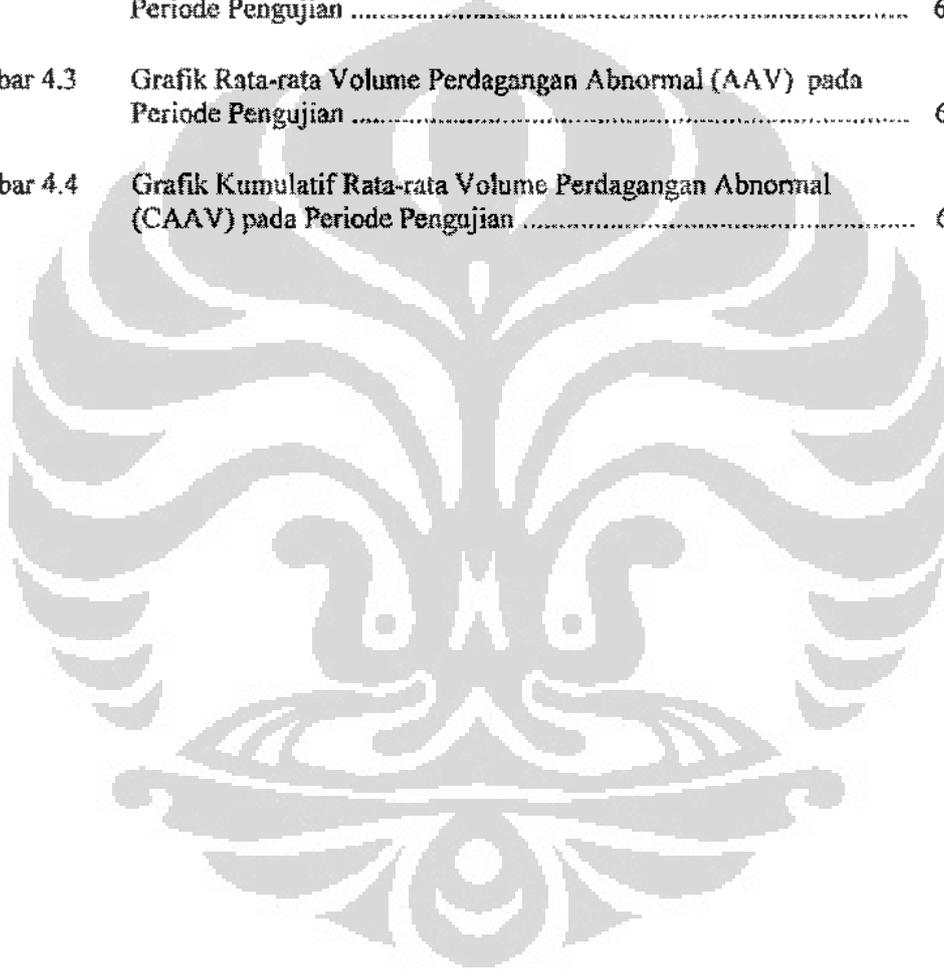


DAFTAR TABEL

| | | |
|-----------|---|----|
| Tabel 2.1 | Indikator Utama Bursa 1996-2008 | 13 |
| Tabel 2.2 | Contoh Periode Estimasi dan Pengujian | 28 |
| Tabel 2.3 | Contoh hasil penelitian faktor-faktor determinan CAR dan CAV | 33 |
| Tabel 4.1 | Jumlah Pengumuman dan Sampel per tahun | 51 |
| Tabel 4.2 | Jumlah dan Persentase Sampel berdasar Sektor Industri | 52 |
| Tabel 4.3 | Statistik Deskriptif Variabel Penelitian | 53 |
| Tabel 4.4 | AAR, CAAR dan Nilai T hitung dengan BOEHMER test pada periode pengujian | 57 |
| Tabel 4.5 | AAV, CAAV dan Nilai T hitung dengan BOEHMER test pada periode pengujian | 63 |
| Tabel 4.6 | Hasil Persamaan Regresi Berganda CAR | 66 |
| Tabel 4.7 | Hasil Persamaan Regresi Berganda CAV | 70 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|------------|--|----|
| Gambar 2.1 | Periode Estimasi dan Pengujian | 28 |
| Gambar 2.2 | Tahapan Penelitian Pengaruh Pengumuman Saham Bonus Terhadap Harga dan Likuiditas Saham | 37 |
| Gambar 4.1 | Grafik Rata-rata <i>Return</i> Abnormal (AAR) pada Periode Pengujian . | 58 |
| Gambar 4.2 | Grafik Kumulatif Rata-rata <i>Return</i> Abnormal (CAAR) pada Periode Pengujian | 60 |
| Gambar 4.3 | Grafik Rata-rata Volume Perdagangan Abnormal (AAV) pada Periode Pengujian | 64 |
| Gambar 4.4 | Grafik Kumulatif Rata-rata Volume Perdagangan Abnormal (CAAV) pada Periode Pengujian | 65 |



DAFTAR LAMPIRAN

| | | |
|-------------|---|-----|
| Lampiran 1 | Sampel Penelitian | 83 |
| Lampiran 2 | Rasio Bonus dan Nilai Kapitalisasi Pasar Sampel | 84 |
| Lampiran 3 | Proporsi Kepemilikan Saham..... | 85 |
| Lampiran 4 | Distribusi <i>Return</i> Sampel | 88 |
| Lampiran 5 | Distribusi Volume Perdagangan Sampel | 89 |
| Lampiran 6 | Return Abnormal Sampel | 90 |
| Lampiran 7 | Volume Perdagangan Abnormal Sampel | 93 |
| Lampiran 8 | Taksiran Parameter Model Pasar | 96 |
| Lampiran 9 | Nilai Kritis Distribusi T | 97 |
| Lampiran 10 | Nilai Kritis Distribusi F (5%) | 98 |
| Lampiran 11 | Hasil Uji Persyaratan Analisis | 99 |
| Lampiran 12 | Hasil Uji Regresi Linier Berganda | 103 |

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah maupun perusahaan swasta (Husnan, 2003, h. 1). Pasar modal merupakan salah satu institusi keuangan, selain dunia perbankan dan lembaga pembiayaan, yang berperan sebagai perantara antara pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang memiliki dana. Di pasar modal dipertemukan dua kepentingan yaitu emiten yang membutuhkan dana untuk mengembangkan perusahaan dan investor yang ingin menanamkan investasi untuk mendapatkan penambahan kekayaan melalui dividen, bunga, dan capital gain.

Investor di pasar modal akan selalu memantau perkembangan investasi yang ditanamkan pada suatu emiten secara periodik. Investor akan mendasarkan keputusannya pada semua informasi yang dimiliki baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi. Setiap kebijakan yang ditempuh emiten dan informasi lain yang relevan akan menjadi dasar bagi pengambilan keputusan investor apakah akan melepas investasinya, menahan investasi yang ada sekarang atau melakukan investasi baru. Reaksi masing-masing investor dapat berbeda sesuai ekspektasinya atas informasi yang relevan. Gabungan seluruh reaksi investor akan menimbulkan reaksi pasar. Reaksi pasar yang terjadi secara serentak akan menyebabkan terjadinya perubahan harga dan likuiditas saham. Dengan demikian, dapat dikatakan suatu informasi akan bernilai bagi investor jika menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal dimana transaksi ini tercermin melalui perubahan harga dan likuiditas saham.

Informasi yang dipublikasikan emiten, misalnya laba perusahaan, *right issue*, pemecahan saham, dividen saham, dan saham bonus merupakan kebutuhan utama investor, sebab informasi merupakan masukan dalam mengambil keputusan investasi. Kecepatan pasar dalam menyerap informasi baru ke dalam perubahan harga sekuritas merupakan salah satu indikator efisiensi pasar. Makin cepat pasar bereaksi terhadap informasi baru makin efisien pasar tersebut. Konsekuensi dari

pasar modal efisien adalah amat sulit bagi investor untuk meraih *abnormal return* secara tetap dengan melakukan transaksi bursa. Kondisi pasar efisien diantaranya ditopang oleh kesadaran emiten untuk mempublikasikan informasi berkualitas yaitu relevan, akurat, konsisten, obyektif, tepat waktu dan dapat dimengerti (Anoraga dan Pakarti, 2006, h. 92).

Saham bonus adalah saham cuma-cuma yang diberikan kepada pemegang saham secara proporsional sesuai porsi kepemilikannya. Karakteristik saham bonus yang berupa penambahan jumlah lembar saham seharusnya tidak akan menyebabkan investor bereaksi atas pengumuman saham bonus yang dikeluarkan emiten. Tidak terdapat keuntungan signifikan yang dapat diperoleh investor yang sahamnya mendapatkan saham bonus. Emiten tidak menerima kas dan posisi keuangannya pun tetap sama. Demikian pula bagi pemegang saham tidak ada penambahan kekayaan yang dimilikinya. Dengan demikian kemungkinan besar investor tidak akan bereaksi terhadap informasi saham bonus di sekitar tanggal pengumuman saham bonus.

Berdasarkan *signalling hypothesis*, pengumuman saham bonus dianggap sebagai sinyal positif yang diberikan oleh manajemen kepada publik bahwa perusahaan memiliki prospek bagus di masa depan. Investor memberikan respon positif terhadap pengumuman saham bonus ini dengan harapan *return* yang lebih besar di masa depan (misalnya, Foster & Vickrey, 1978; McNichols & Dravid, 1990; Barnes & Ma, 2002). Pengujian terhadap *signalling hypothesis* dilakukan dengan menggunakan berbagai variabel. Pengujian tersebut dilakukan antara lain oleh Grinblatt, Masulis dan Titman (1984) dengan variabel MKT, RUNUP, LEAKR, BETA, RVAR, DIVYLD, SHRVAL, dan SPFAC; Datar, Naik, dan Radcliffe (1998) dengan variabel TURNOVER, BETA, LOG SIZE, dan BOOK TO MARKET; Balachandran dan Tanner (2001) dengan variabel LOG SIZE, BONUS SIZE dan Car, Lukose dan Rao (2002) dengan variabel BONUS RATIO, ASSET SIZE, LEAK, RUNUP, dan MARKET; serta Setyawasih (2004) dengan variabel MARKET, RUNUP, LEAK, BETA, RVAR, DIVYLD, LOG SIZE dan PDIV. Hasil pengujian menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari beberapa variabel-variabel tersebut terhadap reaksi pasar yang ditunjukkan dengan perubahan *return* saham.

Liquidity hypothesis menyatakan bahwa pengumuman saham bonus bertujuan untuk meningkatkan likuiditas yang ditunjukkan antara lain bertambahnya volume perdagangan (Muscarella & Vetsuypens, 1996). Penambahan jumlah saham yang beredar akan meningkatkan volume perdagangan dan kepemilikan saham menjadi lebih menyebar (Balachandran, Faff & Tanner, 2004). Pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis ini antara lain dilakukan oleh Bamber (1986) dengan variabel SIZE, Kavussanos dan Tsounia (2006) dengan variabel PRCHANGE, BMR, D/EQ serta Schneible dan Stevens (2008) dengan variabel ABSRET, MKVOL, LPRICE, dan DSIZE.

Berdasarkan kontradiksi di atas, penulis ingin melakukan penelitian atas perubahan harga dan likuiditas saham di sekitar tanggal pengumuman saham bonus di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini kemudian dilanjutkan dengan melihat faktor-faktor yang mempengaruhi harga dan likuiditas saham selain informasi pengumuman saham bonus. Penelitian tersebut akan memberikan gambaran tentang bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman saham bonus sehingga dapat dilihat seberapa signifikan pengaruh saham bonus terhadap pengambilan keputusan investasi oleh investor.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan sebelumnya, pada dasarnya saham bonus tidak akan merubah kekayaan pemegang saham sehingga seharusnya investor tidak bereaksi atas pengumuman saham bonus. Sebaliknya *signalling hypothesis* dan *liquidity hypothesis* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi atas adanya informasi saham bonus. Permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah pengumuman saham bonus berpengaruh terhadap perubahan harga yang tercermin pada perubahan *return* saham selama periode peristiwa?
2. Apakah pengumuman saham bonus berpengaruh terhadap perubahan likuiditas yang tercermin pada perubahan volume perdagangan saham selama periode peristiwa?
3. Apakah variabel rasio bonus (BON), pergerakan harga saham dari t_{20} sampai dengan t_{11} (LEAKR), kumulatif *return* abnormal dari t_{30} sampai dengan t_{21} (PRECAR), pergerakan pasar pada periode pengujian (MKT), risiko (BETA),

dan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh signifikan terhadap perubahan *return* saham selama periode peristiwa?

4. Apakah variabel ukuran perusahaan (SIZE), perubahan harga selama periode pengujian (PRC), dan *book to market ratio* (BMN) berpengaruh signifikan terhadap perubahan volume perdagangan selama periode peristiwa?

1.3 Pembatasan Masalah

Penelitian dilakukan untuk membuktikan secara empiris mengenai ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari pengumuman saham bonus terhadap harga dan likuiditas saham serta menjabarkan faktor-faktor signifikan yang mempengaruhi perubahan *return* dan volume perdagangan saham seputar pengumuman saham bonus. Periode penelitian dibatasi antara Januari 2000 sampai dengan Desember 2008 karena keterbatasan data perdagangan yang diperoleh penulis.

1.4 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan permasalahan di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk menemukan bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh pengumuman saham bonus terhadap perubahan harga saham yang tercermin pada perubahan *return* saham selama periode peristiwa.
2. Pengaruh pengumuman saham bonus terhadap perubahan likuiditas saham yang tercermin pada perubahan volume perdagangan saham selama periode peristiwa.
3. Variabel-variabel yang berpengaruh signifikan terhadap perubahan *return* saham selain pengumuman saham bonus selama periode peristiwa.
4. Variabel-variabel yang berpengaruh signifikan terhadap perubahan volume perdagangan selain pengumuman saham bonus selama periode peristiwa.

1.5 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh penulis, diharapkan dapat memberikan manfaat yaitu.

1. Memberikan informasi yang dibutuhkan dan relevan mengenai sinyal-sinyal yang diberikan pengumuman saham bonus bagi investor sehingga menjadi salah satu pedoman dalam proses pengambilan keputusan untuk melakukan kegiatan investasi.

2. Menjadi bahan masukan bagi emiten terutama dalam menentukan kebijakan saham bonus yang tepat. Emiten dapat mengetahui dan menganalisis reaksi pasar di pasar modal Indonesia terutama di sekitar tanggal pengumuman saham bonus.
3. Bermanfaat bagi penulis untuk mengaplikasikan ilmu dan menambah wawasan serta pengetahuan dalam bidang pasar modal, terutama dalam hal aksi korporasi berupa saham bonus yang dilakukan emiten
4. Memberikan informasi tentang keterbatasan penelitian ini yang menjadi masukan penelitian selanjutnya di bidang penelitian yang sama untuk mendapatkan hasil lebih baik.

1.6 Sistematika Penulisan

Bab 1 : Pendahuluan

Pada bagian ini diberikan gambaran umum mengenai latar belakang mengapa penelitian ini dilakukan. Pada bab ini juga dijelaskan mengenai perumusan masalah, pembatasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian serta metode penelitian yang digunakan.

Bab 2 : Landasan Teori, Telaah Literatur, Kerangka Berpikir dan Hipotesis Penelitian

Bab ini mengemukakan tentang hal-hal yang mendasari pembahasan dalam karya akhir ini seperti konsep-konsep pasar modal, efisiensi pasar, teori risiko dan *return*, pengertian mengenai terminologi yang digunakan dalam saham bonus, teori-teori yang mendukung penelitian, hasil-hasil penelitian yang relevan, kerangka berpikir, serta hipotesis penelitian.

BAB 3 : Metodologi Penelitian

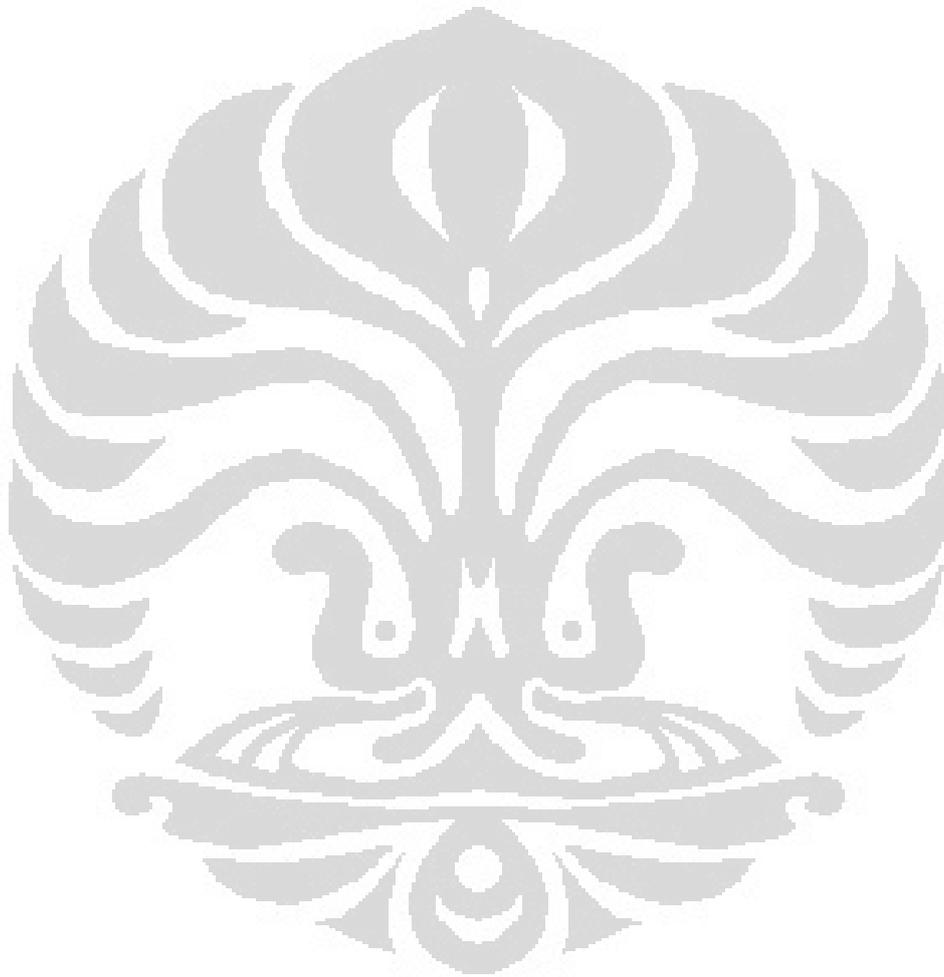
Bab ini akan menjelaskan secara rinci obyek penelitian, metode penelitian, variabel penelitian, teknik pengumpulan data, dan teknik analisis data.

BAB 4 : Analisis dan Pembahasan

Bab ini akan mengemukakan hasil-hasil temuan dari analisis data yang berasal dari pengujian hipotesis dengan menggunakan alat uji statistik disertai dengan penjelasan akan hasil - hasil temuan tersebut.

BAB 5 : Penutup

Bab ini merupakan penutup dari bab-bab sebelumnya yang berisi kesimpulan, keterbatasan penelitian, saran-saran perbaikan dan implikasi penelitian yang mungkin bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan serta dapat dijadikan sarana penelitian lebih lanjut.



BAB 2

LANDASAN TEORI, TELAAH LITERATUR, KERANGKA BERPIKIR DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pasar modal

Seperti yang telah diuraikan dalam bab 1 pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan. Instrumen keuangan yang diperjualbelikan di pasar modal antara lain yaitu saham, obligasi, waran, *right*, reksadana, obligasi konversi, dan berbagai produk turunan (derivatif) seperti opsi (*put* atau *call*), dan kontrak berjangka. Pasar modal sering disebut juga sebagai bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang dalam bentuk efek.

Pasar modal berbeda dengan bursa efek. Menurut Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara pihak-pihak tersebut. Efek yang dimaksud dalam definisi ini adalah surat berharga yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak, investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Pengelolaan bursa di Indonesia, sejak 01 Desember 2007, dilakukan Bursa Efek Indonesia dimana pemegang sahamnya adalah seluruh anggota bursa dalam porsi yang sama sehingga tidak ada yang memiliki kemampuan lebih untuk dapat mengendalikan pasar melalui pengelola bursa. Hal ini dilakukan sebagai upaya menjaga kepercayaan investor serta melindungi kepentingan investor dari adanya informasi asimetri antara investor dan emiten.

Pasar modal dijumpai di banyak negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yakni fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Husnan, 2003, h. 4). Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana untuk mempertemukan dua kepentingan, yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana dan pihak yang memerlukan dana. Pihak yang memiliki kelebihan dana tentu berharap akan memperoleh imbal hasil dari investasi dana tersebut. Sedangkan bagi pihak yang memerlukan dana, dana

tersebut digunakan untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Dalam menjalankan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan pihak yang memerlukan dana, sementara para pihak yang kelebihan dana menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut dan memperoleh tingkat keuntungan (*return*) sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih. Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian meningkat, terjadi peningkatan produksi yang pada akhirnya dapat meningkatkan pendapatan pihak yang kelebihan dana, dalam hal ini perusahaan, dan kemakmuran masyarakat.

Manfaat lain dari keberadaan pasar modal menurut Anwar (2005) antara lain sebagai berikut:

- 1) Memperbaiki struktur permodalan perusahaan
- 2) Meningkatkan efisiensi alokasi sumber-sumber dana
- 3) Menunjang terciptanya perekonomian yang sehat
- 4) Meningkatkan penerimaan negara
- 5) Mengurangi hutang luar negeri pemerintah maupun swasta
- 6) Meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pembangunan
- 7) Pasar modal sebagai alternatif pembiayaan pemerintah

Di dalam perdagangan efek terdapat 2 kategori pasar yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana ialah pasar tempat perusahaan-perusahaan publik atau emiten menawarkan efek kepada calon investor untuk pertama kalinya (*initial public offering*). Proses penawaran efek pada pasar perdana dilakukan setelah pernyataan pendaftaran untuk melakukan penawaran umum efek tersebut mendapatkan pernyataan efektif dari Bapepam. Tahapan selanjutnya antara lain pengumuman dan pendistribusian prospektus, masa penawaran, masa penjatahan, masa pengembalian dana, penyerahan efek, dan pencatatan efek di bursa. Penawaran umum biasanya berlangsung dalam suatu periode tertentu. Periode penawaran umum adalah periode dimana efek ditawarkan kepada investor oleh penjamin emisi melalui para agen penjualan yang ditunjuk. Sedangkan penjatahan saham adalah pengalokasian efek pesanan para investor sesuai dengan jumlah efek yang tersedia (Usman, Riphah, dan Ika, 1997). Apabila suatu efek mulai

tercatat di bursa maka pada saat itulah efek tersebut mulai diperdagangkan di bursa. Perdagangan ini termasuk suatu jenis pasar yang lain yang disebut pasar sekunder.

Pasar sekunder dalam sistem pasar Indonesia dimulai dengan dicatatkannya dan diperdagangkannya suatu efek di bursa. Pengertian sekunder disini adalah karena yang melakukan perdagangan adalah para pemegang saham dan calon pemegang saham. Dana yang berputar di pasar sekunder tidak lagi mengalir ke dalam perusahaan yang menerbitkan efek, tetapi berpindah dari pemegang saham yang satu ke yang lain. Dengan demikian emiten tidak berhubungan langsung dengan pasar sekunder akan tetapi memiliki kepentingan atas naik turunnya harga saham di pasar sekunder. Walaupun harga saham di pasar sekunder di luar kendali perusahaan akan tetapi baik perusahaan sebagai entitas maupun sebagai manajemen sangat berkepentingan terhadap harga sahamnya di pasar sekunder misalnya dalam rangka membangun kepercayaan kreditur. Jika nilai pasar sahamnya tinggi, tentu kreditur pemberi pinjaman percaya bahwa likuiditas perusahaan baik dan sanggup untuk memenuhi kewajibannya ketika jatuh tempo. Perusahaan publik yang telah maju seringkali dimiliki oleh masyarakat luas tanpa unsur mayoritas dalam komposisi kepemilikan saham. Dalam keadaan ini pemegang saham lebih berkepentingan terhadap harga saham daripada performa perusahaan itu sendiri. Pemegang saham dapat mengetahui nilai klaim kepemilikannya pada suatu perusahaan melalui nilai pasar dari seluruh saham yang dimilikinya.

Selain bursa, suatu tempat dalam arti secara fisik, di berbagai negara juga dikembangkan suatu sistem perdagangan tanpa harus menyediakan tempat secara fisik. Perdagangan tidak dilakukan di bursa sehingga kegiatannya disebut pasar di luar bursa atau *over the counter market*. Sebagaimana dinyatakan oleh Elton, Gruber, Brown, dan Goetzmann (2003) *over the counter market* adalah perdagangan untuk saham-saham yang tidak tercatat di bursa. Jika di bursa digunakan sistem lelang, maka di *over the counter market* digunakan sistem negosiasi, yaitu harga ditentukan dengan cara negosiasi (tawar-menawar) antara investor dan dealer. Oleh karena itu *over the counter market* sering juga disebut dengan pasar negosiasi.

Banyak pedagang di *over the counter market* bertindak sebagai dealer yang siap membeli dan menjual sekuritas. Dealer mengambil posisi risiko dengan membeli sekuritas yang bersangkutan sebagaimana layaknya pembeli (Rose, 2006). Dealer berbeda dengan broker. Jika broker menerima komisi, maka dealer mendapatkan laba dari perbedaan harga jual dan harga beli. Broker hanya menerima komisi karena hanya sebagai perantara menemukan penjual dan pembeli dan tidak membeli sekuritas. Sebaliknya dealer mendapatkan keuntungan dari selisih harga jual beli (Hartono, 2003). OTC yang pernah ada di Indonesia disebut sebagai bursa paralel yang menurut paket kebijakan Desember 1987 didefinisikan sebagai suatu perdagangan efek yang terorganisasi di luar bursa efek resmi dalam bentuk pasar sekunder yang diatur dan dilaksanakan oleh perserikatan perdagangan uang dan efek dengan diawasi dan dibina oleh Bapepam.

Seperti yang telah dikemukakan sebelumnya sejak 01 Desember 2007 bursa efek di Indonesia hanya satu yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan gabungan dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Penggabungan ini diharapkan dapat meningkatkan efisiensi industri pasar modal di Indonesia dan menambah daya tarik untuk melakukan investasi. Dengan penggabungan ini, para pelaku pasar hanya mengenal satu bursa yang memfasilitasi seluruh segmen pasar sehingga pasar akan lebih kuat. Selain itu, efisiensi akan tercapai karena perusahaan efek cukup hanya menjadi anggota di satu bursa.

Tugas pokok bursa efek ada 2 yaitu sebagai fasilitator dan *self regulatory organization*. Sebagai fasilitator bursa efek bertugas untuk menyediakan sarana perdagangan efek, mengupayakan likuiditas instrumen, menyebarluaskan informasi bursa ke seluruh lapisan masyarakat serta menciptakan instrumen dan jasa baru. Sebagai fasilitator bursa efek juga bertugas memasyarakatkan pasar modal untuk menarik calon investor dan perusahaan yang *go public*. Tugas bursa efek sebagai *self regulatory organization* antara lain membuat peraturan yang berkaitan dengan kegiatan bursa, dan mencegah praktik transaksi yang dilarang melalui pelaksanaan pengawasan (Darmadji dan Fakhruddin, 2006). Peraturan-peraturan ini mempunyai kekuatan hukum yang mengikat bagi semua pihak atau

pelaku terlibat dalam pasar modal. Jadi bursa efek berhak menetapkan aturan main sendiri sepanjang tidak bertentangan dengan ketentuan yang ditetapkan pemerintah misalnya Undang-Undang, Peraturan Pemerintah, Keputusan Menteri Keuangan, dan Keputusan Ketua Bapepam-LK.

2.1.2 Indeks Harga Saham Gabungan

Angka indeks adalah angka yang dibuat sedemikian rupa sehingga dapat dipergunakan untuk membandingkan kegiatan atau peristiwa yang sejenis dalam waktu yang berbeda (Supranto, 2004, h. 113). Kegiatan atau peristiwa itu bisa berupa harga saham yang sering berubah-ubah dari waktu ke waktu, tabungan, tingkat bunga, dan tingkat inflasi. Waktu yang berbeda tersebut terdiri dari waktu dasar (dengan simbol o) dan waktu yang sedang berjalan (dengan simbol t). Waktu dasar adalah waktu dimana suatu kegiatan/peristiwa (seperti harga saham) dipergunakan sebagai dasar untuk membandingkan sedangkan waktu yang sedang berjalan ialah waktu dimana suatu kegiatan/peristiwa akan dibandingkan dengan harga saham yang terjadi pada waktu dasar (Supranto, 2004). Waktu yang dimaksud bisa hari, minggu, bulan, atau tahun. Jadi indeks harga saham pun bisa berupa indeks harian, mingguan, bulanan atau tahunan, tergantung tujuan analisis apakah data harian, mingguan, bulanan atau tahunan.

Angka indeks berguna sebagai indikator adanya kenaikan atau penurunan suatu kegiatan, misal naik turunnya harga saham di Bursa Efek Indonesia. Indeks harga yang naik menunjukkan bursa sedang aktif atau mengalami kegairahan, sedangkan penurunan indeks menunjukkan bursa sedang lesu. Informasi tentang angka indeks juga berguna untuk melakukan evaluasi situasi pasar modal di suatu negara tertentu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006). Saat ini BEI mempunyai 6 macam indeks saham yaitu:

- 1) Indeks Individual, merupakan indeks masing-masing saham didasarkan pada harga dasar.
- 2) Indeks Sektoral, menggunakan semua saham yang masuk pada tiap sektor
- 3) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen kalkulasi indeks.

- 4) Indeks LQ45, menggunakan 45 saham terpilih setelah melalui beberapa tahapan seleksi.
- 5) Indeks Jakarta Islamic (JII), menggunakan 30 saham pilihan yang telah memenuhi syarat menurut Syariah Islam, sebagai tolak ukur saham-saham yang dihalalkan dalam melakukan jual-beli saham.
- 6) Indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, yaitu indeks harga saham yang secara khusus didasarkan pada kelompok saham yang tercatat di BEI yaitu kelompok papan utama dan papan pengembangan.

Indeks Harga Saham Gabungan diperkenalkan pertama kali sebagai indikator perdagangan di BEI pada tanggal 01 April 1983. Indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI. Hari dasar untuk perhitungan Indeks Harga Saham Gabungan adalah 10 Agustus 1982. Pada hari tersebut indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dengan saham yang tercatat berjumlah 13 saham. Dasar perhitungan Indeks Harga Saham Gabungan adalah nilai pasar dari total saham yang tercatat pada tanggal 10 Agustus 1982. Jumlah nilai pasar adalah total perkalian tiap saham tercatat dengan harga di BEI pada hari tersebut. Perhitungan Indeks Harga Saham Gabungan dilakukan setiap hari, yaitu setelah penutupan perdagangan setiap harinya. Rumus dasar menghitung Indeks Harga Saham Gabungan adalah sebagai berikut (Putra, 2000):

$$IHSG_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t} \times Q_{i,t}}{Nilaidasar_{t-1} \times Adj_t} \times 100$$

$P_{i,t}$ = Harga saham i pada hari t

$Q_{i,t}$ = Jumlah saham i pada hari t

$$Nilaidasar_{t-1} = \sum_{i=1}^n P_{i,t-1} \times Q_{i,t-1} = \text{Nilai dasar sebelumnya}$$

Adj_t = Angka pengali untuk penyesuaian akibat aksi korporasi

Perhitungan indeks merepresentasikan pergerakan harga pasar saham di bursa yang terjadi melalui sistem perdagangan lelang. Nilai dasar akan disesuaikan secara cepat bila terjadi perubahan modal emiten atau terdapat faktor lain yang tidak terkait dengan harga saham. Penyesuaian akan dilakukan jika ada

emiten baru, penawaran umum terbatas, *company listing*, waran dan obligasi konversi, demikian juga *delisting*. Dalam hal pemecahan saham, dividen saham dan saham bonus, nilai dasar tidak disesuaikan karena tidak mempengaruhi nilai pasar. Harga saham yang digunakan untuk menghitung IHSG adalah harga saham di pasar reguler yang didasarkan pada harga yang terjadi berdasarkan sistem lelang (Putra, 2000).

Tabel 2.1 Indikator Utama Bursa 1996-2008

| Tahun | Emiten | IHSG | Volume Saham (juta lembar) | Kapitalisasi pasar (Rp. triliun) |
|-------|--------|----------|-------------------------------|-------------------------------------|
| 1996 | 267 | 637,43 | 29.527 | 215,02 |
| 1997 | 301 | 401,71 | 76.599 | 159,92 |
| 1998 | 304 | 398,03 | 90.620 | 175,72 |
| 1999 | 316 | 676,91 | 178.486 | 451,81 |
| 2000 | 341 | 416,32 | 134.531 | 259,62 |
| 2001 | 373 | 392,03 | 148.381 | 239,27 |
| 2002 | 493 | 424,94 | 171.207 | 268,77 |
| 2003 | 411 | 691,90 | 234.030 | 460,36 |
| 2004 | 424 | 1.000,23 | 411.768 | 679,94 |
| 2005 | 432 | 1.162,63 | 401.868 | 801,25 |
| 2006 | 444 | 1.805,52 | 436.935 | 1.249,07 |
| 2007 | 468 | 2.745,83 | 1.039.541 | 1.988,32 |
| 2008 | 485 | 1.355,41 | 787.775 | 1.076,49 |

IHSG sebagai indikator tren pasar nampak jelas dalam tabel 1 tersebut di atas. Kondisi perekonomian yang memburuk selama periode 1998 hingga 2001 telah membawa dampak berupa penurunan kinerja pasar modal Indonesia yang antara lain ditandai dengan menurunnya kinerja banyak emiten yang tercatat di bursa efek selama periode tersebut. Penurunan kinerja tersebut telah membawa akibat ditinggalkannya pasar modal oleh sejumlah investor, terutama investor asing yang potensial. Penurunan kinerja pasar modal Indonesia selama kurun waktu tersebut dapat dilihat dari menurunnya beberapa indikator di BEI d/h BEJ

seperti IHSG, volume saham, dan nilai kapitalisasi pasar. Sebaliknya pada kurun waktu 2002-2007 bursa saham mengalami peningkatan yang signifikan dari sisi perdagangan. Tahun 2008 krisis *sub-prime mortgage* di Amerika Serikat menyebabkan pasar modal Indonesia mengalami kelesuan, bahkan hingga saat ini dampaknya masih terasa. Hal ini dapat dilihat nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang mencapai level 2.745,83 pada penutupan perdagangan di BEI pada akhir tahun 2007 mengalami penurunan yang signifikan sebesar 50,64% tahun 2008 menjadi 1.355,41. Demikian pula dengan volume saham menurun 24,21% dan nilai kapitalisasi pasar menurun 45,86% dibandingkan dengan tahun sebelumnya, sebagaimana terlihat pada tabel 2.1 di atas.

2.1.3 Efisiensi pasar

Menurut Beaver (1989) efisiensi pasar adalah hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi (Hartono, 2003 h. 381). Perilaku suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Husnan (2003) mendefinisikan pasar modal yang efisien sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan yaitu informasi perubahan harga di waktu yang lalu, informasi yang tersedia kepada publik dan informasi yang tidak tersedia untuk publik atau informasi privat. Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien berdasarkan harga sekuritas. Pasar dikatakan efisien jika harga-harga sekuritasnya setiap saat mencerminkan secara penuh semua informasi yang tersedia. Jika ada informasi baru maka semua pelaku pasar mendapatkan informasi tersebut dan harga sekuritas yang berhubungan dengan informasi tersebut akan berubah.

Hipotesis pasar yang efisien didefinisikan sebagai suatu hipotesis yang menyatakan bahwa harga-harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia untuk publik (Bodie, Kane, dan Marcus, 2003). Rose (2006) menyatakan pasar yang efisien adalah pasar dimana harga sekuritas berfluktuasi secara acak disekitar nilai intrinsiknya, kembali dengan cepat ke nilai ekuilibrium, dan mencerminkan secara penuh semua informasi yang tersedia. Jadi walaupun harga berubah secara acak tanpa pola atau tren tertentu, namun pada akhirnya akan mengarahkan pasar modal ke harga yang sebenarnya yaitu harga ekuilibrium

yang telah mencakup semua informasi yang relevan. Pasar dikatakan efisien jika harga – harga dari sekuritas mencerminkan nilai perusahaan secara akurat (Hartono, 2003)

Terdapat 3 versi hipotesis pasar yang efisien menurut Fama (1970) yaitu bentuk lemah, setengah kuat dan kuat. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2003) perbedaan ketiganya terletak pada ketersediaan semua informasi :

- 1) Efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham merefleksikan semua informasi yang ada di masa lalu. Informasi ini merupakan informasi yang sudah terjadi misalnya harga, dan volume perdagangan.
- 2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu tetapi juga semua informasi yang dipublikasikan. Informasi ini dapat berupa aksi korporasi yang dilakukan emiten seperti pemecahan saham, saham bonus, serta penawaran umum terbatas. Informasi tersebut dapat pula berupa praktek akuntansi, perkiraan laba perusahaan, kondisi perekonomian secara umum, peraturan pemerintah, dan lain sebagainya.
- 3) Efisiensi pasar bentuk kuat menggambarkan keadaan dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada investor yang dapat memperoleh tingkat keuntungan abnormal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi yang tidak dipublikasikan. Harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham (Husnan, 2003, h. 262)

Untuk mengetahui kebenaran hipotesis ini maka perlu dilakukan pengujian secara empiris untuk masing-masing bentuk efisiensi pasar. Fama (1991) melakukan pengujian efisiensi pasar dihubungkan dengan bentuk – bentuknya, bentuk lemah dengan *test for return predictability* (pendugaan *return*), bentuk setengah kuat dengan *event studies* (studi peristiwa) dan bentuk kuat dengan *test for private information* (informasi privat). Uji pendugaan *return* ialah pengujian yang dilakukan dengan fokus pada prediksi *return* atau harga sekuritas berdasarkan *return* atau harga masa lalu. Jadi seberapa kuat informasi masa lalu

dapat memprediksi *return* masa depan. Selain harga juga digunakan variabel *dividend yield*, *price earning ratio*, dan suku bunga. Pada uji informasi privat, akan diketahui apakah investor mempunyai informasi privat yang tidak terefleksi di harga sekuritas. Informasi privat yang akan diuji merupakan informasi yang tidak dapat diobservasi secara langsung, sehingga digunakan proksi. Proksi yang digunakan adalah *return* yang diperoleh oleh *corporate insider*, hasil analisis sekuritas dan kinerja portofolio karena ketiga hal tersebut dianggap mempunyai informasi privat dalam perdagangan sekuritas.

Studi peristiwa adalah studi yang dilakukan untuk menguji apakah pasar efisien secara umum serta seberapa cepat informasi mempengaruhi harga saham (Elton, Gruber, Brown, dan Goetzmann, 2003). Studi peristiwa digunakan untuk menentukan apakah informasi terefleksi dalam harga dan jika dampaknya tidak jelas, untuk menentukan apakah pengumuman itu merupakan berita baik atau buruk. Menurut Hartono (2003) studi peristiwa adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (h. 410). Studi peristiwa juga dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Jadi dengan studi peristiwa akan dianalisis apakah harga saham benar-benar mencerminkan informasi yang dipublikasikan karena jika tidak semua informasi menjadi informasi publik, investor akan memperoleh *return* abnormal. Metodologi studi peristiwa secara umum menurut Elton, Gruber, Brown, dan Goetzmann (2003) adalah sebagai berikut:

- 1) Ambil sampel perusahaan yang mengeluarkan pengumuman (peristiwa).
- 2) Tentukan hari pengumuman dan tetapkan sebagai titik nol (t_0)
- 3) Tentukan periode peristiwa/pengujian.
- 4) Tentukan *return* per hari tiap sampel.
- 5) Tentukan *return* abnormal per hari per sampel.
- 6) Hitung rata-rata *return* abnormal atau kumulatif *return* abnormal (CAR)
- 7) Lakukan analisis atas hasil.

2.1.4 Aksi Korporasi

Aksi korporasi (*corporate action*) didefinisikan sebagai peristiwa apapun yang dilakukan emiten yang mempengaruhi harga saham maupun jumlah saham yang beredar di pasar. Aksi korporasi merupakan istilah di pasar modal yang menunjukkan aktivitas strategis emiten atau perusahaan tercatat yang berpengaruh terhadap kepentingan pemegang saham (Basir dan Fakhruddin, 2005, h. 77). Aksi korporasi dapat menyebabkan perubahan jumlah saham beredar sehingga mempengaruhi likuiditas perdagangan saham, berubahnya komposisi kepemilikan saham dan jumlah saham yang dipegang oleh pemegang saham. Aksi korporasi juga dapat mengakibatkan perubahan harga saham sehingga mendorong perubahan *return* yang diterima pemegang saham. Beberapa bentuk aksi korporasi yang umumnya dilakukan emiten antara lain adalah: pembagian dividen tunai maupun dividen saham, pemecahan saham atau penyatuan saham, saham bonus, penawaran umum terbatas, dan pembelian kembali saham.

Aksi korporasi yang dilakukan emiten tidak terlepas dari tujuan yang ingin dicapai dan umumnya berpengaruh signifikan terhadap kepentingan pemegang saham. Tujuan-tujuan yang ingin dicapai dengan aksi korporasi semuanya bermuara pada satu tujuan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan memaksimalkan nilai pemegang saham. Karena tujuan inilah banyak pelaku pasar yang menaruh perhatian khusus dan mencermati dengan seksama proses aksi korporasi yang dilakukan emiten dari mulai perencanaan, pengumuman hingga pelaksanaannya. Menurut Basir dan Fakhruddin (2005) aksi korporasi akan memberikan beberapa dampak yang menjadi perhatian para pelaku pasar yaitu:

- 1) Menyebabkan berubahnya komposisi pemegang saham serta dapat berakibat menurunnya persentase kepemilikan (dilusi saham), sebagai contoh, jika pemegang saham/investor tidak mengambil bagian dalam rangka penawaran umum terbatas.
- 2) Mempengaruhi harga saham di pasar secara signifikan. Harga saham merupakan perhatian utama bagi pemegang saham khususnya investor yang aktif memperdagangkan sahamnya terlebih bagi investor dengan jangka waktu yang lebih pendek atau harian.

- 3) Bagi investor jangka panjang atau lembaga maka suatu aksi korporasi yang dilakukan emiten diharapkan dapat berakibat pada meningkatnya kinerja perusahaan yang berujung pada peningkatan profitabilitas yang berarti kemungkinan dividen yang lebih besar akan diterima di masa depan.
- 4) Mempengaruhi likuiditas perdagangan saham yaitu sejauh mana suatu saham aktif atau tidak aktif diperdagangkan. Aksi korporasi misalnya pemecahan saham dapat berakibat pada meningkatnya likuiditas perdagangan saham, yang tentunya merupakan hal positif bagi investor.
- 5) Setiap investor memiliki persepsi berbeda terhadap aksi korporasi, yang tercermin dalam strategi yang dijalankan investor tergantung sudut pandang dan kepentingan masing-masing.

Pemahaman investor terhadap berbagai aksi korporasi yang dilakukan emiten akan tergambar dari reaksinya. Jika investor merasa aksi korporasi akan memberi manfaat maka reaksi positif akan ditunjukkannya, sebaliknya jika dirasa tidak memberi manfaat maka investor cenderung bersikap pasif atau bahkan negatif. Gambaran berbagai reaksi ini tercermin dalam pengambilan keputusan investasi investor, apakah melepas investasinya, menahan, atau melakukan investasi yang baru.

2.1.5 Saham Bonus

Saham bonus adalah saham yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham yang merupakan kapitalisasi dari agio saham (Basir dan Fakhruddin, 2005, h 139). Saham bonus diberikan emiten proporsional dengan jumlah investasi masing-masing pemegang saham. Pemberian saham bonus dilakukan tanpa penyetoran kas atau aktiva lainnya kepada emiten. Emiten tidak menerima kas sehingga secara riil tidak ada perubahan nilai investasi yang dimiliki pemegang saham tersebut. Walaupun jumlah saham yang dimiliki pemegang saham bertambah namun nilai buku sahamnya lebih kecil dibandingkan jika perusahaan tidak membagikan saham bonus sehingga total investasi sebelum pembagian saham bonus sama dengan total nilai investasi setelah diterimanya saham bonus. Saham bonus tidak berpengaruh terhadap proporsi kepemilikan pemegang saham, struktur modal maupun posisi keuangan perusahaan. Dengan demikian seharusnya

total nilai pasar saham atau nilai saham masing-masing investor tetap tidak berubah.

Beberapa studi empiris menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman saham bonus, dividen saham, dan pemecahan saham contohnya, Fama, Jensen dan Roll (1969), Foster dan Vickrey (1978), Asquith, Healy, dan Palepu (1989), McNichols dan Dravid (1990), Elfakani dan Lung (2002) dan Balachandran, Faff dan Tanner (2004). Hasil temuan studi ini menimbulkan pertanyaan apa yang menyebabkan pasar bereaksi positif terhadap pengumuman saham bonus. Ada dua hipotesis utama yang dikemukakan untuk menjawab pertanyaan ini. Hipotesis yang secara jelas menjelaskan reaksi pasar yang positif akibat pengumuman saham bonus adalah *signalling hypothesis*. Pengumuman saham bonus memberikan informasi kepada investor tentang prospek peningkatan *return* di masa depan. Pasar atau investor bereaksi positif bukan terhadap pengumumannya tetapi terhadap prospek peningkatan *return* tersebut (misalnya, Foster & Vickrey, 1978; McNichols & Dravid, 1990; Barnes & Ma, 2002). Hipotesis berikutnya adalah *liquidity hypothesis*. Lakonishok dan Lev (1987) meneliti hipotesis ini yang menyatakan pengumuman dividen saham dilakukan untuk meningkatkan likuiditas. Penelitian yang dilakukan Muscarella dan Vetsuypens (1996) menyatakan terjadi peningkatan likuiditas setelah aksi korporasi pemecahan saham. Dengan bertambahnya jumlah saham akan meningkatkan perdagangan dan kepemilikan yang lebih menyebar di perusahaan atau emiten (Balachandran, Faff & Tanner, 2004).

Bentuk lain dari penambahan jumlah saham yang beredar adalah melalui pembagian dividen saham. Saham bonus sering dihubungkan dengan dividen saham karena beberapa perusahaan melakukan kedua aksi korporasi ini pada saat yang bersamaan. Pada dasarnya hampir tidak ada perbedaan antara dividen saham dengan saham bonus. Keduanya sama-sama tidak membuat perubahan dalam tingkat kepemilikan karena pemegang saham akan mendapatkan pembagian secara proporsional sesuai dengan tingkat kepemilikan sahamnya. Saham bonus dan dividen saham akan menambah jumlah saham yang beredar sehingga dapat meningkatkan likuiditas perdagangan saham tersebut. Perlakuan pajaknya pun sama keduanya merupakan obyek pajak. Hal yang membedakan keduanya adalah

sumber dana yang digunakan dan nilai pencatatannya. Saham bonus bersumber dari saldo agio, sedangkan dividen saham berasal dari saldo laba ditahan. Bagi emiten, pembagian saham bonus menambah jumlah modal disetor sebesar nilai nominal sedangkan dividen saham dicatat sebesar harga pasar saham (harga penutupan saham di BEI satu hari sebelum pelaksanaan RUPS yang menyetujui pembagian dividen)

Terdapat beberapa istilah yang perlu diketahui sehubungan dengan pembagian saham bonus antara lain:

- 1) Rasio, menunjukkan perbandingan jumlah saham lama terhadap jumlah saham bonus yang akan diterima. Misal rasionya 5:3 artinya setiap pemegang 5 saham lama berhak memperoleh 3 saham baru.
- 2) *Cum-date* yaitu tanggal yang menunjukkan bahwa sampai kepada tanggal tersebut perdagangan atas suatu saham masih mengandung hak saham bonus.
- 3) *Ex-date* berarti suatu tanggal yang menunjukkan bahwa mulai tanggal tersebut perdagangan saham sudah tidak mengandung hak saham bonus.
- 4) Tanggal daftar pemegang saham (DPS) yang berhak atas saham bonus, menunjukkan tanggal para pemegang saham yang berhak atas saham bonus.
- 5) Tanggal pembagian saham bonus, menunjukkan tanggal pelaksanaan pembagian saham bonus kepada pemegang saham yang tercantum dalam DPS.

Bagi emiten yang akan melakukan aksi korporasi saham bonus terdapat beberapa persyaratan yang harus dipenuhi antara lain: masih cukupnya jumlah modal dasar dan jumlah saham dalam portofolio untuk peningkatan saham dari saham bonus, memiliki saldo agio yang cukup untuk dibagikan dalam bentuk saham bonus serta disetujui oleh rapat umum pemegang saham (Basir dan Fakhruddin, 2005).

Saham bonus merupakan salah satu aksi korporasi yang dapat mempengaruhi perdagangan saham. Oleh karena itu Bapepam sebagai badan pengawas mengeluarkan beberapa ketentuan yang terkait pelaksanaan pembagian saham bonus. Ketentuan pertama tercantum dalam peraturan Bapepam Nomor X.K.1 yang berisi Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-86/PM/1996 tentang keterbukaan informasi yang harus segera diumumkan ke publik. Ketentuan tersebut berlaku mulai tanggal 24 Januari 1996. Ketentuan selanjutnya adalah peraturan Bapepam Nomor IX.D.5 tentang saham bonus yang merupakan

lampiran keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-35/PM/2003 tanggal 30 September 2003. Beberapa hal yang diatur di dalam peraturan ini antara lain:

- 1) Pembagian saham bonus harus proporsional dengan kepemilikan saham dari setiap pemegang saham.
- 2) Pelaksanaan pembagian saham bonus harus telah selesai dilakukan selambat-lambatnya 45 hari setelah pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham yang menyetujui pembagian saham bonus tersebut.
- 3) Emiten atau perusahaan publik wajib menyampaikan kepada Bapepam laporan penjabaran saham bonus yang telah diperiksa oleh akuntan yang terdaftar di Bapepam sebanyak 2 eksemplar selambat-lambatnya 14 hari setelah pembagian saham bonus dilaksanakan.
- 4) Saham bonus yang bukan merupakan dividen saham berasal dari kapitalisasi agio saham; dan atau unsur ekuitas lainnya.
- 5) Jumlah saham yang dibagikan dalam rangka saham bonus yang bukan merupakan dividen saham ditentukan berdasarkan nilai nominal saham
- 6) Pembagian saham bonus hanya dapat dilaksanakan apabila asal saham bonus tersebut telah dimuat dalam laporan keuangan tahunan terakhir yang telah diaudit oleh akuntan yang terdaftar di Bapepam.
- 7) Dalam hal saham bonus berasal dari kapitalisasi agio saham maka nilai yang dapat dikapitalisasi adalah jumlah agio saham setelah dikurangi biaya emisi efek sekuritas
- 8) Emiten atau perusahaan publik yang akan membagikan saham bonus wajib menginformasikan kepada Bapepam selambat-lambatnya 7 hari sebelum pengumuman Rapat Umum Pemegang Saham. Informasi mengenai pembagian saham bonus tersebut wajib diumumkan kepada publik selambat-lambatnya 28 hari sebelum pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham.

Ketentuan yang mengatur pelaksanaan pembagian saham bonus dikeluarkan oleh bursa efek yaitu Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-305/BEJ/07-2004 tentang Peraturan Nomor I-A tentang pencatatan saham dan efek yang bersifat ekuitas selain saham yang diterbitkan oleh perusahaan tercatat khususnya butir V.3.2 yang menyebutkan bahwa harga teoritis setelah penerbitan saham bonus tidak boleh lebih rendah dari Rp. 100.

Aksi korporasi yang dilakukan emiten seperti pemecahan saham, saham bonus, dan penawaran umum terbatas akan berpengaruh signifikan terhadap harga saham emiten di lantai bursa. Bursa efek menghitung harga teoritis saham yang bersangkutan sesuai rasio yang disampaikan emiten agar pemakai informasi mendapatkan informasi yang lebih akurat. Ketentuan tersebut tercantum dalam Surat Edaran No. SE-17/BEJ.1.1/XI/1995 tentang harga teoritis saham emiten yang melakukan aksi korporasi. Ketentuan dalam Pedoman tersebut sangat bermanfaat dalam perhitungan indeks harga saham dan sebagai pedoman harga tawar menawar saham emiten yang melakukan tindakan korporasi.

Aksi korporasi akan mengakibatkan terjadinya penyesuaian pada indeks harga saham gabungan sebagaimana tersebut sebelumnya. Rumus perhitungan untuk penyesuaian tersebut adalah (Putra, 2000):

$$Adj_t = \frac{(P_{t-1} \times Q_{t-1}) + (\Delta HT \times Q_t)}{P_{t-1} \times Q_{t-1}}$$

ΔHT = selisih harga teoritis dengan harga pembulatannya akibat fraksi harga

untuk pembagian saham bonus dengan rasio a : b (sejumlah a saham lama mendapat b saham baru) maka perhitungan jumlah setelah aksi korporasi dan harga teoritisnya sebagai berikut :

$$Q_t = Q_{t-1} + \left(Q_{t-1} \times \left(\frac{b}{a} \right) \right)$$

$$HT = P_{t-1} \times \frac{a}{(a+b)}$$

Berdasarkan formula tersebut berikut contoh perhitungan dengan berbagai asumsi:

Pada hari dasar (t_0)

| Saham | Q_{t-1} | Q_{t_0} | P_{t-1} | P_{t_0} | Nilai pasar _{t-1} | Nilai pasar _t |
|-------|-----------|------------|-----------|-----------|----------------------------|--------------------------|
| A | - | 2.000.000 | - | 1.000 | - | 2.000.000.000 |
| B | - | 12.000.000 | - | 1.975 | - | 23.700.000.000 |
| Total | - | 14.000.000 | - | 2.975 | - | 25.700.000.000 |

Indeks hari ini = $(25.700.000.000 / 25.700.000.000) \times 100 = 100$

Pada hari kesatu (t_1)

Saham bonus B dengan rasio 5:3

| Saham | $Q_{i,0}$ | $Q_{i,1}$ | $P_{i,0}$ | $P_{i,1}$ | Nilai pasar _{t0} | Nilai pasar _{t1} |
|-------|------------|------------|-----------|-----------|---------------------------|---------------------------|
| A | 2.000.000 | 2.000.000 | 1.000 | 1.000 | 2.000.000.000 | 2.000.000.000 |
| B | 12.000.000 | 19.200.000 | 1.975 | 1.235 | 23.700.000.000 | 23.712.000.000 |
| Total | 14.000.000 | 21.200.000 | 2.975 | 2.235 | 25.700.000.000 | 25.712.000.000 |

$$HT = 1.975 \times \left(\frac{5}{5+3} \right) = 1.234,375$$

Pembulatan HT = 1.235 (pembulatan ke atas karena fraksi harga 5 rupiah)

$$\Delta HT = 1.235 - 1.234,375 = 0,625$$

Jumlah saham setelah penyesuaian = $12.000.000 \times \left(12.000.000 \times \frac{3}{5} \right) = 19.200.000$

$$\text{Besarnya penyesuaian adalah} = \frac{23.700.000.000 + (0.625 \times 19.200.000)}{23.700.000.000} = 1,0005$$

2.1.6 Risiko dan Return

Semua jenis investasi mempunyai risiko, tidak ada investasi yang bebas risiko. Risiko selalu melekat pada tiap investasi besar maupun kecil, sehingga diperlukan pemahaman atas risiko yang berkaitan dengan pilihan-pilihan investasi, yang antara lain terdiri dari risiko likuiditas, ketidakpastian hasil, penurunan nilai investasi sampai risiko hilangnya investasi tersebut. Oleh karena itu untuk memaksimalkan kemakmurannya investor harus menilai 2 faktor utama yaitu risiko dan return.

2.1.6.1 Risiko dan Return Individual

Hal yang utama dalam pengambilan keputusan investasi adalah menentukan return yang diharapkan investor untuk dapat menerima tingkat risiko tertentu. Return adalah hasil yang diperoleh dari investasi dalam suatu periode tertentu. Return dapat berupa return yang sudah terjadi (*actual return*) atau return yang diharapkan (*expected return*) yang belum terjadi. *Actual return* atau *holding period return* sama dengan perubahan nilai sekuritas tersebut ditambah semua distribusi pendapatan atau kas yang diterima dari sekuritas tersebut. Secara matematis dapat dinyatakan dengan (Fabozzi dan Modigliani, 2003):

$$R_i = \frac{V_i - V_0 + D}{V_0}$$

R_i = return atau *holding period return* sekuritas i

V_0 = nilai pasar sekuritas pada akhir periode

V_1 = nilai pasar sekuritas pada awal periode

D = distribusi pendapatan atau kas selama periode

sedangkan *expected return* adalah rata-rata tertimbang dari berbagai kemungkinan *return*. Bobot rata-rata ditentukan oleh probabilitas dari masing-masing *return*. Dengan demikian faktor ketidakpastian diikutsertakan dalam perhitungan. Hal ini secara matematis dinyatakan dengan (Fabozzi dan Modigliani, 2003):

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n p_i R_i$$

$E(R_i)$ = *expected return* sekuritas i

p_i = probabilitas *return* sekuritas i

Menurut Fabozzi dan Modigliani (2003) risiko suatu sekuritas merupakan besarnya perbedaan antara *actual return* dengan *expected return* dari sekuritas tersebut. Pengertian risiko berarti adanya ketidakpastian atau variabilitas dari *return* suatu sekuritas tertentu. Investasi dikatakan sangat berisiko karena variabilitas *return* yang tinggi. Semakin pasti tingkat hasil dari aktiva semakin kecil variabilitasnya dan semakin kecil tingkat risikonya. Metode yang paling banyak digunakan untuk mengukur risiko atas *actual return* adalah deviasi standar yang dirumuskan sebagai berikut (Hartono, 2003):

$$Var(R_i) = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n-1}$$

$$\sigma(R_i) = \sqrt{Var(R_i)}$$

$Var(R_i)$ = *return variance* sekuritas i

$\sigma(R_i)$ = *standard deviation* sekuritas i

sedangkan untuk mengukur risiko atas *expected return* digunakan rumus sebagai berikut (Fabozzi dan Modigliani, 2003):

$$Var(R_i) = \sum_{i=1}^n p_i [R_i - E(R_i)]^2$$

$$\sigma(R_i) = \sqrt{Var(R_i)}$$

Expected return dan risiko mempunyai hubungan yang positif. Semakin besar risiko suatu sekuritas, semakin besar *expected return*. Sebaliknya semakin kecil *expected return*, semakin kecil risiko yang harus ditanggung.

2.1.6.2 Risiko dan *Return* Portofolio

Investor cenderung bersikap menghindari risiko (*risk averter*). Hal ini dilakukan dengan membentuk portofolio yang merupakan kombinasi investasi pada beberapa sekuritas sehingga risiko akan berkurang. Risiko sekuritas dapat dibedakan menjadi dua. Pertama, risiko sistematis (*systematic or market risk*) yaitu suatu risiko yang diakibatkan faktor pasar dan mempengaruhi semua perusahaan serta tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Misalnya suku bunga, perang, inflasi, kebijakan pemerintah, perubahan politik nasional maupun internasional. Kedua, risiko tidak sistematis (*unsystematic or diversifiable risk*) yaitu risiko yang dapat didiversifikasikan dan tidak mempengaruhi semua perusahaan. Misalnya, pemogokan, perkara hukum, kerugian. Pembentukan portofolio akan mengurangi bagian risiko yang tidak sistematis. Jadi investor mengharapkan suatu portofolio yang memaksimalkan *return* pada tingkat risiko tertentu atau meminimalkan risiko pada *return* tertentu.

Dengan terbentuknya portofolio, maka *return* portofolio (R_p) adalah rata-rata tertimbang dari actual *return* masing-masing sekuritas di dalam portofolio tersebut. Secara matematis dapat dinyatakan (Hartono, 2003):

$$R_p = \sum_{i=1}^n (w_i \cdot R_i)$$

w_i = porsi dari sekuritas i terhadap seluruh sekuritas di portofolio

sedangkan *expected return* portofolio ($E(R_p)$) adalah rata-rata tertimbang dari *expected return* masing-masing sekuritas dalam portofolio dengan bobot sesuai dengan proporsi setiap sekuritas yang membentuk portofolio. Hal ini secara matematis dinyatakan (Hartono, 2003):

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i \cdot E(R_i)$$

Tidak seperti *return* portofolio yang merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh *return* sekuritas tunggal, risiko portofolio mungkin lebih kecil dari rata-rata tertimbang dari seluruh risiko sekuritas tunggal. Persyaratan utama untuk dapat

Universitas Indonesia

mengurangi risiko adalah *return* untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi positif dan sempurna. Risiko ditentukan portofolio ditentukan dengan memperhatikan koefisien korelasinya (ρ).

Koefisien korelasi menggambarkan sifat pergerakan sekuritas secara relatif terhadap sekuritas lain. Koefisien korelasi mempunyai rentang nilai antara -1 sampai +1. Tanda positif dan negatif menunjukkan arah pergerakan, sedangkan besarnya angka koefisien menunjukkan kuat lemahnya korelasi. Bila sekuritas A memiliki *return* yang bergerak berlawanan arah dengan *return* sekuritas B, maka dikatakan memiliki korelasi negatif sempurna ($\rho = -1$). Sebaliknya adalah korelasi positif sempurna ($\rho = +1$). Koefisien korelasi sama dengan nol menunjukkan tidak adanya korelasi dalam pergerakan kedua sekuritas. Dengan demikian risiko portofolio yang terbentuk dari dua sekuritas A dan B dapat dirumuskan secara matematis sebagai berikut (Hartono, 2003):

$$\text{Var}(R_p) = w_A^2 \cdot \sigma_A^2 + w_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2 \cdot w_A \cdot w_B \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B \cdot \rho_{AB}$$

ρ_{AB} = koefisien korelasi sekuritas A dan B

risiko portofolio yang dibentuk dari dua atau lebih sekuritas secara umum dapat dirumuskan sebagai berikut (Hartono, 2003):

$$\text{Var}(R_p) = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i \cdot w_j \cdot \sigma_{ij}$$

2.1.7 Return Abnormal

Untuk menguji efisiensi pasar dilakukan dengan melihat *return* abnormal yang terjadi (Hartono, 2003). Jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *return* abnormal dalam jangka waktu yang cukup lama maka dapat dikatakan pasar dalam keadaan tidak efisien. *Return* abnormal merupakan kelebihan *return* actual dari *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor yaitu merupakan *return* yang terjadi pada keadaan normal di mana tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan demikian, *abnormal return* adalah selisih antara *return* actual dan *return* yang diharapkan (Hartono, 2003):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$AR_{i,t}$ = *return* abnormal sekuritas i pada periode t

$R_{i,t}$ = *return* actual sekuritas i pada periode t

$E(R_{i,t})$ = *return* yang diharapkan sekuritas *i* pada periode *t*

Untuk mengestimasi *return* abnormal terdapat beberapa metode antara lain *Mean-adjusted model*, *Market-adjusted model*, *Market model*, *Control portfolio model* dan *Capital asset pricing model*. Tiga diantaranya yang dikemukakan Brown dan Warner (1985) dan Strong (1992) diuraikan berikut ini:

1) *Mean-adjusted return model*

Model ini menghitung *return* abnormal ($AR_{i,t}$) untuk sekuritas *i* sebagai perbedaan antara *return* harian sekuritas *i* ($R_{i,t}$) dengan rata-rata *return* sekuritas *i* selama periode estimasi (\bar{R}_i). Rumusan tersebut secara matematis dinyatakan sebagai berikut:

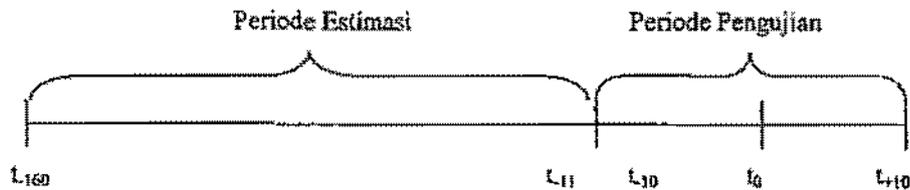
$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i$$

$$\bar{R}_i = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} R_{i,t}}{T}$$

T = lamanya periode estimasi dari t_1 ke t_2

Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa/pengujian. Periode pengujian disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Tidak ada ketentuan yang pasti mengenai lamanya periode estimasi dan pengujian. Menurut Peterson (1989) lama periode estimasi yang biasa digunakan berkisar antara 100 sampai 300 hari untuk data harian dan 24 sampai 60 bulan untuk data bulanan. Lama periode pengujian berkisar 21 hari sampai 121 hari untuk data harian dan 25 bulan sampai 121 bulan untuk data bulanan. Hartono (2003) menyatakan lama periode estimasi berkisar antara 60 sampai 300 hari untuk data harian dan 24 sampai 60 bulan untuk data bulanan sedangkan lama periode pengujian berkisar 3 hari sampai 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai 121 bulan untuk data bulanan.

Dalam penelitian ini penulis menggunakan periode estimasi 150 hari dan periode pengujian 21 hari yaitu 10 hari sebelum pengumuman, hari saat diumumkan saham bonus dan 10 hari sesudah pengumuman. Periode estimasi dan periode pengujian pada penelitian ini dapat dilihat pada gambar 2.1.



Gambar 2.1 Periode estimasi dan pengujian

Pada gambar 2.1, t_{-160} sampai t_{-11} merupakan periode estimasi, t_{-10} sampai t_{+10} merupakan periode pengujian dan t_0 merupakan saat terjadinya peristiwa. Sedangkan contoh beberapa penelitian dengan periode estimasi dan pengujianya masing-masing dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 2.2 Contoh Periode Estimasi dan Pengujian

| NO | PENELITI | TAHUN | PERIODE (HARI) | |
|----|--------------------------------|-------|----------------|-----------|
| | | | ESTIMASI | PENGUJIAN |
| 1 | Foster dan Vickrey | 1978 | 260 | 7 |
| 2 | Keown dan Pinkerton | 1981 | 125 | 31 |
| 3 | Grinblatt, Masulis dan Titman | 1984 | 260 | 3 |
| 4 | Lamoureux dan Poon | 1987 | 130 | 121 |
| 5 | Menichols dan Dravid | 1989 | 260 | 7 |
| 6 | Stickel | 1991 | 120 | 41 |
| 7 | Baker dan Edelman | 1992 | 160 | 7 |
| 8 | Meulbroek | 1992 | 150 | 21 |
| 9 | Han | 1995 | 120 | 11 |
| 10 | Masse, Hanrahan, dan Kushner | 1997 | 100 | 61 |
| 11 | Landsman dan Maydew | 2002 | 650 | 41 |
| 12 | Olibe | 2002 | 200 | 21 |
| 13 | Elfakhani dan Lung | 2003 | 30 | 11 |
| 14 | Balachandran, Faff, dan Tanner | 2004 | 200 | 81 |
| 15 | Chae | 2005 | 30 | 21 |
| 16 | Guo, Zhou dan Cai | 2008 | 120 | 21 |

2) Market Model

Pendekatan model pasar dimulai dengan memisahkan antara *return* sistematis dan tidak sistematis. *Return* sistematis berkorelasi dan proporsional dengan pengembangan pasar, sedangkan *return* tidak sistematis terikat terhadap harga pasar. Besarnya *return* sistematis sama dengan *return* pasar dikalikan indeks sensitivitas pasar yang menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap

pasar. *Return* tidak sistematis dilambangkan dengan epsilon (ε). Dengan demikian *return* sekuritas dapat dirumuskan:

$$R_{i,t} = \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

persamaan tersebut dapat disederhanakan sehingga nilai rata-rata ε sama dengan nol. Hal ini dilakukan dengan menambahkan faktor *intercept* (alpha = α) yang menunjukkan rata-rata *return* tidak sistematis dalam suatu jangka waktu, dimana $\varepsilon = \alpha + \varepsilon$ maka rumus diatas menjadi (Hartono, 2003):

$$R_{i,t} = \alpha_i + (\beta_i \cdot R_{m,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Dengan persamaan regresi *Ordinary Least Square* (OLS) akan diperoleh nilai α dan β yang selanjutnya digunakan untuk menghitung *expected return*

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + (\hat{\beta}_i \cdot R_{m,t})$$

sehingga *abnormal return* dapat dihitung dengan rumus berikut (Brown dan Warner, 1985):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - [\hat{\alpha}_i + (\hat{\beta}_i \cdot R_{m,t})]$$

Untuk menghitung *return* pasar $R_{m,t}$ selama periode uji dan estimasi digunakan rumus berikut (Hartono, 2003):

$$R_{m,t} = \frac{MI_t - MI_{t-1}}{MI_{t-1}}$$

MI_t = indeks pasar pada hari t

MI_{t-1} = indeks pasar pada hari $t-1$

3) *Market-adjusted return model*

Model *return* ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan kata lain *return* yang diharapkan dari sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. Jika pada hari pengumuman peristiwa, *return* indeks pasar 15% dan *return* suatu sekuritas adalah 25%, maka besarnya *return* abnormal yang terjadi adalah 10% (25%-15%). Secara matematis dinyatakan sebagai berikut (Brown dan Warner, 1985):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Pengujian adanya *return* abnormal dapat dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *return* abnormal sekuritas secara *cross section* untuk tiap-tiap hari pada periode peristiwa. Rata-rata *return* abnormal untuk hari t dapat dihitung berdasarkan rumusan sebagai berikut (Hartono, 2003):

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

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan kumulatif *return* abnormal (CAR) dan kumulatif rata-rata *return* abnormal (CAAR) misalnya Lamoureux dan Poon (1987), Stickei (1991), Sanders dan Zdanowics (1992), serta Balachandran, Faff, dan Tanner (2004). CAR merupakan penjumlahan *return* abnormal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas dengan rumusan sebagai berikut (Strong, 1992):

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=1}^t AR_{i,a}$$

$AR_{i,a}$ = *Return* abnormal untuk sekuritas i pada hari a (awal periode peristiwa misal t_1) sampai hari ke- t

$$CAAR_t = \sum_{a=1}^t AAR_a$$

AAR_a = Rata-rata *return* abnormal pada hari a (awal periode peristiwa misal t_1) sampai hari ke- t

2.1.8 Volume Perdagangan Abnormal

Likuiditas merupakan isu penting dalam pengambilan keputusan investor apakah akan menahan, menjual atau menanamkan investasinya. Pasar dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan membeli sekuritas dengan cepat (Hartono, 2003). Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006) pasar modal bersifat likuid jika transaksi dapat dilakukan dengan mudah dan cepat dan harga permintaan serta penawaran sangat tipis. Selain itu pasar dikatakan likuid pelaku pasar dapat melakukan transaksi dalam jumlah besar dapat dilakukan tanpa perubahan harga secara mendasar. Indikator berikutnya adalah kedalaman dan keluasan pasar serta pergerakan harga merupakan reaksi yang cepat terhadap informasi. Dari pendapat ini dapat dilihat bahwa volume perdagangan menjadi salah satu indikator likuid

tidaknya suatu pasar, semakin besar volume perdagangan maka pasar akan semakin likuid. Beberapa penelitian menunjukkan secara teori seharusnya volume perdagangan berperan dalam meningkatkan likuiditas suatu pasar modal, *ceteris paribus*, misalnya, Amihud dan Mendelson, (1986); Jun, Marathe, dan Shawky (2003). Dengan demikian peningkatan (penurunan) volume perdagangan akan meningkatkan (menurunkan) likuiditas.

Salah satu alat ukur yang dipakai untuk menilai likuiditas adalah dengan melihat perubahan volume perdagangan melalui volume perdagangan abnormal. Volume perdagangan abnormal merupakan kelebihan volume perdagangan aktual dari volume perdagangan yang diharapkan. Volume perdagangan yang diharapkan adalah volume perdagangan yang terjadi pada keadaan normal di mana tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan menggunakan pendekatan yang dilakukan Sejalan dengan penelitian Stickel (1991) dan Kavussanos dan Tsounia (2006) volume perdagangan abnormal dihitung dengan menggunakan *market model*. Jika kita analogikan dengan perhitungan *return* abnormal sebelumnya maka volume perdagangan abnormal dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$AV_{i,t} = V_{i,t} - [\hat{\alpha}_i + (\hat{\beta}_i V_{m,t})]$$

$AV_{i,t}$ = volume perdagangan abnormal sekuritas i pada periode t

$V_{i,t}$ = volume perdagangan aktual sekuritas i pada periode t

$V_{m,t}$ = volume perdagangan pasar seluruh sekuritas pada periode t

Untuk menghitung volume perdagangan pasar ($V_{m,t}$) selama periode pengujian dan estimasi digunakan rumus berikut:

$$V_{m,t} = \frac{\sum_{i=1}^N V_{i,t}}{N}$$

N = Jumlah emiten yang tercatat pada hari t

Rata-rata volume perdagangan aktual untuk hari t:

$$AAV_t = \frac{\sum_{i=1}^n AV_{i,t}}{n}$$

Kumulatif volume perdagangan abnormal (CAV) sekuritas i pada hari t dengan rumus:

$$CAV_{i,t} = \sum_{a=1}^t AV_{i,a}$$

dan kumulatif rata-rata volume perdagangan abnormal (CAAV) dengan rumus:

$$CAAV_t = \sum_{a=1}^t AAV_a$$

2.2 Telaah Literatur

Penelitian yang terkait saham bonus tidak banyak yang bisa penulis peroleh. Biasanya penelitian tentang saham bonus dikaitkan juga dengan studi tentang aksi korporasi lain seperti dividen saham dan pemecahan saham. Beberapa studi empiris telah mencatat bahwa aksi korporasi saham bonus dan dividen saham berhubungan signifikan dengan reaksi harga dan volume saham pada saat pengumuman. Banyak hipotesis telah diajukan dalam berbagai literatur untuk menjelaskan perilaku pasar ini.

Signalling hypothesis dan *liquidity hypothesis* muncul sebagai dua penjelas utama untuk perilaku pasar ini. *Signalling hypothesis* memberikan hipotesis bahwa pengumuman saham bonus mengandung informasi privat yang menguntungkan investor mengenai laba di masa datang. Manajer mempunyai informasi lebih banyak tentang laba di masa datang, karena ada informasi asimetris antara manajer dan investor (Balachandran, Faff, & Tanner, 2004).

Foster dan Vockery (1978) menguji hipotesis ini menggunakan data *return* harian terhadap 82 emiten. Hasilnya menunjukkan ada *return* abnormal yang positif dan signifikan sekitar tanggal pengumuman dividen saham. Woolridge (1983) menemukan 0.986% rata-rata *return* abnormal positif pada tanggal pelaksanaan dividen saham dari 317 sampel perusahaan. McNichols dan Dravid (1990) menemukan hubungan positif antara faktor dividen saham dan abnormal *return* pada saat pengumuman, konsisten dengan *signalling hypothesis*. Masse, Hanrahan, dan Kushner (1997) meneliti dampak dari pengumuman dividen saham pada nilai perusahaan yang terdaftar di Toronto Stock Exchange. Hasil penelitian menunjukkan *return* abnormal positif dan signifikan sekitar tanggal pengumuman.

Penelitian akademis lainnya menjelaskan reaksi pasar yang positif atas pengumuman saham bonus dan sebagai respon terhadap sinyal manajer atas

harapan positif perusahaan ke depan (Barnes & Ma, 2002). Berikut ini adalah beberapa contoh penelitian dan hasilnya terkait CAR dan CAV.

Tabel 2.3 Contoh hasil penelitian mengenai faktor-faktor determinan CAR dan CAV

| No | Peneliti | Obyek | Topik | Variabel | Koefisien | | Ket |
|----|--------------------------------------|---|-------------|---|--------------------------------------|--------------------------------------|--|
| | | | | | diharapkan | aktual | |
| 1 | Grinblatt, Masulis dan Titman (1984) | New York Stock Exchange (NYSE) dan American Stock Exchange (AMEX) 1967-1976 | CAR -1,+1 | Mkt Runup Leakr Beta Rvar Divyld Shrval Spfac | + - - - + + - - | + + - - + + - + | Tdk Sig. Sig. Tdk Tdk Tdk Tdk Tdk |
| 2 | Rankine dan Stice (1997) | NYSE dan AMEX 1962-1992 | CAR -5,+5 | Runup Price Mve | - - - | + - - | Sig. Tdk Sig. |
| 3 | Setyawasih (2004) | Bursa Efek Jakarta 1993-1998 | CAR -3,+3 | Runup Leak Divyld Pdiv Beta Market Rvar Log size | - - + + - + + - | - + + + - - - + | Sig. Sig. Sig. Sig. Sig. Tdk Tdk Tdk. |
| 4 | Balachandran dan Tanner (2001) | Australian Public Companies 1992-2000 | CAR -1,+1 | Bonus size Lmv CAR-50-2 | + - - | + - - | Sig. Tdk. Sig. |
| 5 | Lukose dan Rao (2002) | Bombay Stock Exchange 1991-2000 | CAR -3,+3 | Bonus ratio Market Asset size Leak Runup | + + - - - | + + - - + | Sig. Sig. Sig. Tdk Tdk |
| 6 | Balachandran, Faff, dan Jong (2005) | Australian Public Companies 1991-2003 | CAR -1,+1 | Bosize Bmn Lmv Precar Extospn2 Life | + + - - + + | + + - - + + | Tdk Tdk Tdk Tdk. Sig. Tdk. |
| 7 | Kavussanos dan Tsounia (2006) | London Stock Exchange dan Athens Stock Exchange 2000-2005 | CAV -10,+10 | Prchange Size Bmr D/Eq | + - + + | + - + + | Sig. Sig. Sig. Sig. |
| 8 | Schneible dan Stevens (2008) | New York Stock Exchange 1976-2005 | CAV -1,+1 | Absret Mkvol Lprice Dsize | + + + - | + + + + | Sig. Sig. Sig. Sig. |

Lukose dan Rao (2002) berpendapat kinerja operasi perusahaan yang melakukan aksi saham bonus lebih baik daripada perusahaan lain yang sejenis. Manajer dengan informasi yang *favorable* akan menyadari bahwa pihak ketiga yang independen lebih bermanfaat untuk memberikan informasi tentang perusahaan bagi investor daripada langsung dari manajer tersebut. Alasan lain adalah biaya tidak langsung yang terkait dengan sinyal yang salah seperti kehilangan reputasi. Analisis regresi dilakukan untuk melihat variabel-variabel lain yang mempengaruhi *return* abnormal selain pengumuman saham bonus. Hasilnya menunjukkan variabel BONUS RATIO, dan MARKET berkoefisien positif dan signifikan, variabel ASSET SIZE berkoefisien negatif signifikan, sedangkan variable LEAK dan RUNUP tidak mempunyai dampak yang signifikan.

Balachandran dan Tanner (2001) meneliti reaksi harga saham pada pengumuman saham bonus dengan sampel perusahaan di Australia untuk periode 1992-2000. Pengumuman saham bonus secara statistik menunjukkan reaksi harga positif dan signifikan. Studi ini menyatakan sinyal yang lebih kuat diberikan oleh industri non keuangan dan pertambangan daripada perusahaan yang bergerak di bidang keuangan. Hasil analisis regresi *cross sectional* pada tiga hari pengumuman menunjukkan variabel yang memiliki koefisien positif dan signifikan adalah BONUS SIZE, sedangkan variabel yang berkoefisien negatif dan signifikan adalah CAR-50,-2, variabel LMV tidak mempunyai dampak signifikan.

Balachandran, Faff, dan Jong (2005) mengaplikasikan *signaling model* dari kualitas perusahaan pada pengumuman opsi saham bonus dengan sampel perusahaan di Australia untuk periode Januari 1991 - Agustus 2003. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi *return* abnormal sebesar 2.93 % pada 3 hari periode pengumuman. Analisis *cross sectional* menyatakan variabel yang memiliki koefisien positif adalah EXTOSPN2, BOSIZE, LIFE, BMN dan sedangkan variabel LMV dan PRECAR berkoefisien negatif. Hanya variabel EXTOSPN2 yang punya pengaruh signifikan artinya manajemen memberikan informasi privat ke pasar tentang kualitas perusahaan yang lebih baik.

Lakonishok dan Lev (1987) meneliti *liquidity hypothesis* dengan melihat perubahan volume setelah pengumuman dividen saham dan menemukan bahwa volume perdagangan tidak meningkat. Mereka menganalisis karakteristik dari perusahaan yang memberikan dividen saham dibandingkan dengan yang tidak memberikan dividen saham. Hasil penelitian menunjukkan tidak ada perbedaan harga yang signifikan dan tidak ada perbedaan *marketability* sebelum atau setelah dibagikan dividen saham. Penelitian Lamoureux dan Poon (1987) menunjukkan jumlah pemegang saham meningkat tetapi volume perdagangan turun setelah pengumuman pemecahan saham. Hasil yang sama didapat sebelumnya oleh Copeland (1979).

Stickel (1991) menemukan ada peningkatan volume perdagangan yang signifikan setelah pengumuman dividen saham. Muscarella dan Vetsuypens (1996) menyatakan terjadi peningkatan likuiditas setelah aksi korporasi pemecahan saham sehingga jumlah saham bertambah, perdagangan meningkat dan kepemilikan lebih menyebar di perusahaan atau emiten. Hasil penelitian Chae (2005) memperlihatkan adanya peningkatan volume perdagangan kumulatif setelah pengumuman perusahaan. Hasil penelitian Kavussanos dan Tsounia (2006) menunjukkan variabel PRCHANGE, BMR, D/EQ berkoefisien positif dan signifikan sedangkan variabel SIZE pengaruhnya negatif dan signifikan terhadap kumulatif volume perdagangan abnormal. Schneible dan Stevens (2008) melakukan analisis regresi *cross sectional* pada peristiwa pengumuman laba untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi volume perdagangan abnormal pada 3 hari pengumuman tersebut. Hasilnya variabel yang berkoefisien positif dan signifikan adalah ABSRET, MKVOL, dan LPRICE, sedangkan variabel DSIZE berkoefisien negatif dan signifikan.

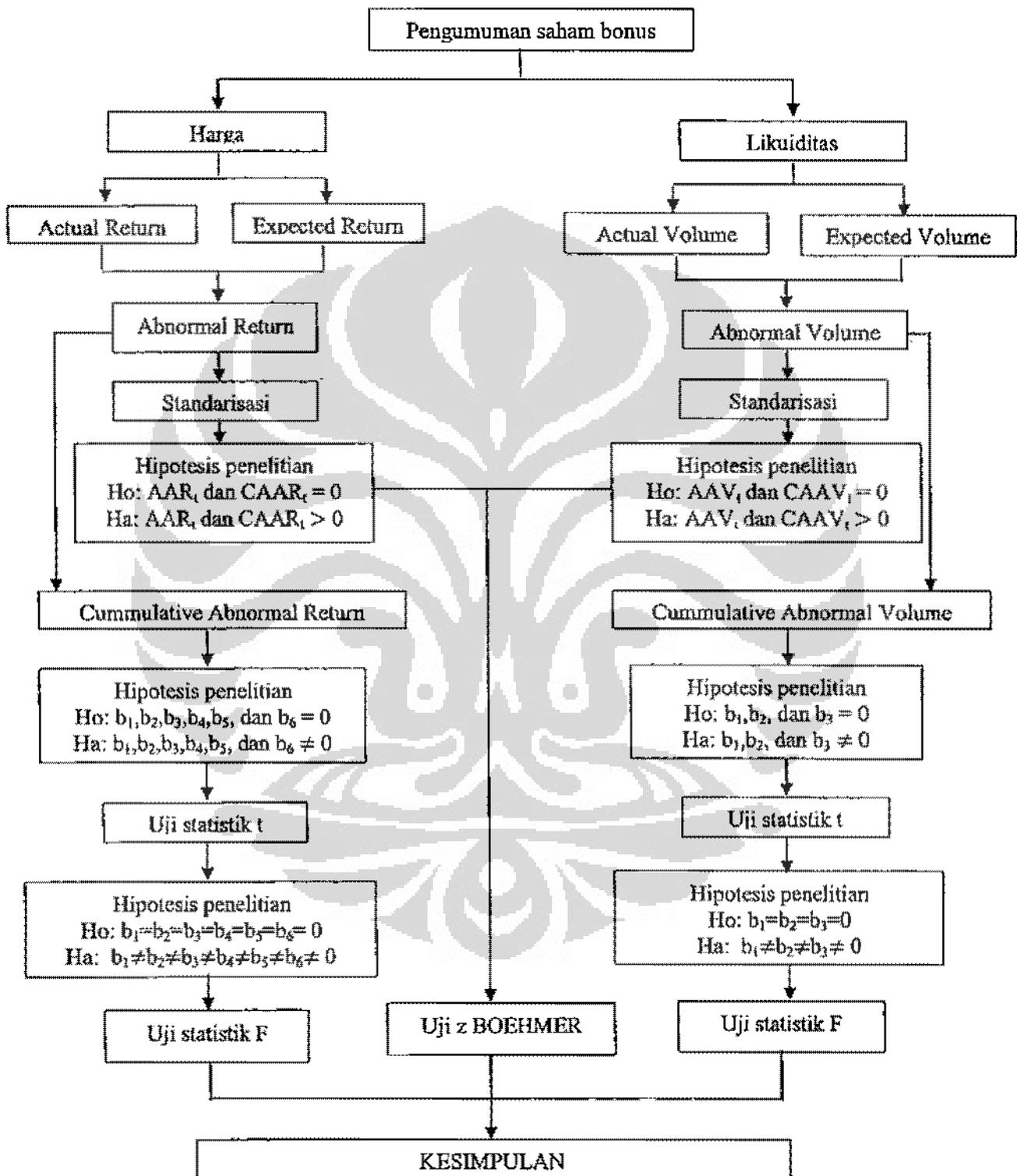
Beberapa penelitian juga dilakukan untuk menguji pengaruh pengumuman berbagai aksi korporasi di Indonesia. Penelitian yang dilakukan Setyawasih (2004) terhadap Bursa Efek Jakarta menunjukkan reaksi yang positif dan signifikan pada hari pertama dan kedua setelah pengumuman pemecahan saham. Analisis regresi untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi CAR pada saham yang aktif menghasilkan lima variabel yang signifikan yaitu RUNUP, LEAK, DIVYLD, PDIV dan BETA sedangkan variabel MARKET, RVAR dan

LOG SIZE mempunyai pengaruh tidak signifikan. Sedangkan terhadap saham keseluruhan menghasilkan empat variabel yang signifikan yaitu RUNUP, LEAK, DIVYLD, dan PDIV selanjutnya variabel MARKET, BETA, RVAR dan LOG SIZE tidak signifikan. Budiarto dan Baridwan (2001) menemukan tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham, *abnormal return*, dan aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hal yang berbeda dinyatakan Umar, Tiarasari dan Rizki (2003). Mereka menemukan *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman yang mengindikasikan adanya kandungan informasi pada pengumuman tersebut.

2.3 Kerangka Berpikir

Kerangka berpikir memberikan gambaran singkat mengenai tahapan penelitian dari tahap awal hingga akhir. Berdasarkan tujuan penelitian mengenai pengaruh pengumuman saham bonus terhadap harga dan likuiditas saham di Bursa Efek Indonesia, maka dalam upaya mencari jawaban atas permasalahan tersebut digunakan metode statistik.

Pengumuman saham bonus adalah salah satu jenis aksi korporasi yang dilakukan perusahaan go publik yang dapat mempengaruhi perdagangan saham baik dalam harga maupun volume perdagangan. Data perdagangan saham yang digunakan adalah data untuk periode tahun 2000 sampai dengan 2008. Dalam penelitian ini digunakan enam variabel yang diduga mempengaruhi *return abnormal* perusahaan yang melakukan saham bonus, yaitu rasio bonus (BON), pergerakan harga saham dari t_{20} sampai dengan t_{11} (LEAKR), kumulatif *return abnormal* dari t_{30} sampai dengan t_{21} (PRECAR), pergerakan pasar pada periode pengujian (MKT), risiko (BETA), dan ukuran perusahaan (SIZE). Variabel-variabel tersebut sesuai dengan penelitian Grinblatt, Masulis dan Titmann (1984), Setyawasih (2004), Balachandran dan Tanner (2001), Lukose dan Rao (2002) dan Balachandran, Faff, dan Jong (2005). Untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi volume perdagangan abnormal digunakan 3 variabel yaitu ukuran perusahaan (SIZE), perubahan harga selama periode pengujian (PRC), dan *book to market ratio* (BMN). Hal ini sesuai dengan penelitian Kavussanos dan Tsounia (2006) serta Schneible dan Stevens (2008). Skema tahapan penelitian secara singkat dapat dilihat pada gambar 2.2 berikut ini.



Gambar 2.2 Tahapan penelitian pengaruh pengumuman saham bonus terhadap harga dan likuiditas saham.

2.4 Hipotesis Penelitian

Sejalan dengan *signaling hypothesis* maka emiten yang melakukan pengumuman saham bonus akan memberikan informasi kepada investor tentang prospek peningkatan *return* di masa depan. Pasar atau investor seharusnya bereaksi positif terhadap prospek peningkatan *return* tersebut (Foster & Vickrey, 1978; Stickel, 1991; Masse, Hanrahan, & Kushner, 1997; Barnes & Ma, 2002; Balachandran, Faff, & Tanner, 2004; Mishra, 2005).

H₁ : Terdapat AAR dan CAAR positif yang signifikan di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Saham bonus akan meningkatkan jumlah saham yang beredar sehingga likuiditasnya meningkat. Sejalan dengan *liquidity hypothesis* maka investor atau pasar seharusnya bereaksi positif dengan lebih aktif memperdagangkan saham-saham tersebut (Stickel, 1991; Olibe, 2002; Kavussanos & Tsounia, 2005).

H₂ : Terdapat AAV dan CAAV positif yang signifikan di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Justifikasi dari masuknya variabel ini adalah karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman saham bonus. Semakin besar rasio pembagian saham bonus maka semakin besar kandungan informasinya, sehingga diharapkan koefisiennya bernilai positif (Balachandran & Tanner, 2001; Lukose & Rao, 2002 serta Balachandran, Faff, & Jong, 2005).

H₃ : Terdapat hubungan positif antara rasio bonus (BON) dengan CAR di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Apabila terjadi kebocoran informasi dan kemungkinan penundaan tanggal pengumuman maka akan mengakibatkan rendahnya *return* pengumuman. Dalam hal ini variabel LEAKR merupakan pendekatan seberapa besar pasar telah mendiskon berita saham bonus. Sehingga dapat disimpulkan variabel ini akan berhubungan secara negatif dengan *return* abnormal yang terjadi (Grinblatt, Masulis, & Titman 1984 serta Lukose & Rao, 2002).

H₄ : Terdapat hubungan negatif antara pergerakan harga saham dari t_{-20} sampai dengan t_{+1} (LEAKR) dengan CAR di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Peningkatan harga saham mungkin mempengaruhi keputusan manajer untuk melakukan saham bonus, karena hal ini mengukur berapa besar harga

saham melebihi kisaran harga perdagangan yang wajar. Semakin besar variabel PRECAR maka harga akan dianggap terlalu tinggi sehingga semakin besar jumlah saham beredar akan menyebabkan harga bergerak turun ke arah keadaan perdagangan yang normal sehingga *return* pengumuman semakin kecil. Variabel PRECAR berhubungan negatif terhadap *return* pengumuman saham bonus (Balachandran & Tanner, 2001; Setyawasih, 2004; serta Balachandran, Faff, & Jong 2005).

H₅ : Terdapat hubungan negatif antara kumulatif *return* abnormal dari t₈₀ sampai dengan t₂₁ (PRECAR) dengan CAR di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

BETA merupakan ukuran besarnya risiko dengan asumsi investor menyukai saham yang memiliki risiko rendah, maka semakin tinggi BETA akan membuat dampak pengumuman saham bonus semakin rendah. Variabel BETA akan berhubungan negatif terhadap *return* abnormal yang terjadi (Grinblatt, Masulis, & Titman, 1984; Datar, Naik, & Radcliffe, 1998; serta Setyawasih, 2004).

H₆ : Terdapat hubungan negatif antara risiko (BETA) dengan CAR di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Pergerakan pasar terjadi karena kontribusi *return* dari masing-masing sekuritas, sehingga variabel ini menjadi variabel kontrol pengaruh dari pergerakan pasar terhadap *return* pengumuman sekuritas lainnya. Variabel MKT akan berhubungan secara positif terhadap *return* abnormal yang terjadi (Grinblatt, Masulis, & Titman, 1984)

H₇ : Terdapat hubungan positif antara pergerakan pasar pada periode pengujian (MKT) dengan CAR di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Perusahaan yang ukurannya lebih kecil umumnya kurang dianalisis secara mendalam dan lebih sedikit informasi yang diketahui mengenai perusahaan ini. Tidak adanya sebagian besar informasi mengakibatkan reaksi harga atau daya tarik yang lebih besar untuk perusahaan kecil dibandingkan perusahaan berukuran besar. Sehingga dapat disimpulkan variabel SIZE akan berhubungan negatif dengan *return* abnormal yang terjadi (Grinblatt, Masulis, & Titman, 1984; Rankine & Stice, 1997; Datar, Naik, & Radcliffe, 1998; Balachandran & Tanner,

2001; Lukose & Rao, 2002; Setyawasih, 2004; serta Balachandran, Faff, & Jong 2005).

H₈ : Terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan (SIZE) dengan CAR di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Perusahaan yang ukurannya lebih kecil cenderung lebih rendah harga jual sahamnya sehingga lebih banyak investor yang tertarik untuk melakukan transaksi. Banyaknya transaksi menyebabkan volume perdagangan saham semakin besar. Semakin kecil ukuran perusahaan maka saham yang diperdagangkan akan semakin likuid (Bamber 1986; Kavussanos & Tsounia, 2006; serta Schneible & Stevens, 2008).

H₉ : Terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan (SIZE) dengan CAV di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Kandungan informasi yang terdapat pada pengumuman saham bonus akan mendorong investor untuk bereaksi. Reaksi investor ini tercermin pada perubahan harga saham, jika harga saham naik berarti kandungan informasi semakin besar. dan semakin banyak saham diperdagangkan di bursa. Semakin besar perubahan harga maka semakin besar volume perdagangan yang terjadi (Kavussanos & Tsounia, 2006 serta Schneible & Stevens, 2008).

H₁₀ : Terdapat hubungan positif antara perubahan harga selama periode pengujian (PRC) dengan CAV di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

Salah satu tolak ukur untuk menilai apakah saham *undervalued* atau *overvalued* adalah dengan melihat perbandingan antara nilai pasar dengan nilai buku saham tersebut. Apabila nilai buku saham masih lebih besar dari nilai pasar atau nilai yang bersedia dibayar investor (*willingness to pay*) berarti saham masih punya nilai yang belum terefleksikan dalam harga pasar atau *undervalued*. Hal ini akan menarik investor untuk melakukan transaksi karena harga dianggap lebih murah dari nilai sebenarnya. Rasio *book to market* yang besar akan menyebabkan pasar tertarik untuk melakukan transaksi sehingga perdagangan saham semakin likuid (Kavussanos & Tsounia, 2006).

H₁₁ : Terdapat hubungan positif antara *book to market ratio* (BMN) dengan CAV di seputar tanggal pengumuman saham bonus.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Obyek Penelitian

Penelitian ini dilakukan terhadap semua perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia d/h Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2008. Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling method* untuk memenuhi beberapa kriteria sebagai berikut:

1. Emiten yang terdaftar di BEI d/h BEJ dari tahun 2000 sampai dengan 2008 dan mengeluarkan saham bonus.
2. Emiten tidak melakukan aksi korporasi lain selama periode pengujian seperti pemecahan saham, penawaran umum terbatas, dan dividen saham dalam periode pengujian, untuk memperkuat asumsi bahwa *return* saham merupakan reaksi atas pengumuman saham bonus.
3. Saham emiten diperdagangkan secara aktif dalam periode estimasi karena ketiadaan transaksi perdagangan selama periode estimasi menyebabkan penulis tidak dapat menentukan taksiran parameter pasar.

Dalam kurun waktu 9 tahun tersebut terdapat 48 emiten yang mengumumkan saham bonus, 4 sampel datanya tidak lengkap, 18 sampel melakukan aksi korporasi lain secara bersamaan, sehingga jumlah sampel yang digunakan adalah 26 emiten.

3.2 Metode Penelitian

Sesuai dengan variabel-variabel yang diteliti, dan tujuan penelitian yang ingin dicapai, penelitian ini menggunakan pendekatan studi peristiwa (*event study*). Penggunaan metode ini untuk mengidentifikasi adanya reaksi pasar yang tidak wajar berupa perubahan harga dan perubahan likuiditas saham sekitar tanggal peristiwa yaitu tanggal pengumuman saham bonus, saat dimana informasi saham bonus menjadi informasi publik. Perubahan harga ditunjukkan dengan adanya rata-rata *return* abnormal (AAR) dan kumulatif rata-rata *return* abnormal (CAAR) sedangkan perubahan likuiditas ditunjukkan dengan rata-rata volume perdagangan abnormal (AAV) dan kumulatif rata-rata volume perdagangan abnormal (CAAV). Di dalam metode ini ditentukan antara lain tanggal peristiwa, periode pengujian, periode estimasi, model estimasi, perhitungan *return* abnormal,

Universitas Indonesia

volume perdagangan abnormal, kumulatif *return* abnormal (CAR) dan kumulatif volume perdagangan abnormal (CAV).

Tanggal peristiwa (t_0) adalah tanggal untuk pertama kalinya saham bonus diumumkan dan menjadi informasi publik. Periode pengujian adalah periode dilakukannya pengujian, dalam penelitian ini ditentukan penulis 21 hari bursa yaitu t_{-10} sampai dengan t_{+10} . Periode estimasi ialah periode data yang digunakan sebagai dasar penaksiran parameter-parameter model estimasi. Dalam penelitian ini penulis menggunakan 150 hari bursa dari t_{-160} sampai dengan t_{-11} sebelum tanggal pengumuman. Model estimasi yang digunakan adalah *market model*, yang diawali dengan estimasi untuk menghitung *return* abnormal dan volume perdagangan abnormal masing-masing perusahaan. Sementara untuk melihat pengaruh antara variabel-variabel lain secara bersama-sama terhadap CAR dan CAV digunakan analisis regresi berganda.

3.3 Variabel Penelitian

Variabel-variabel dalam penelitian ini terdiri dari:

1. Variabel rata-rata *return* abnormal atau *average abnormal return* (AAR)

Rata-rata *return* abnormal adalah *return* abnormal rata-rata saham dari seluruh sampel di dalam periode pengujian yang dirumuskan berikut ini:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (3.1)$$

$AR_{i,t}$ = AR setiap sampel i pada hari t .

n = jumlah sampel

2. Variabel kumulatif rata-rata *return* abnormal atau *cummulative average abnormal return* (CAAR)

Kumulatif rata-rata *return* abnormal adalah akumulasi rata-rata *return* abnormal seluruh sampel di dalam periode pengujian yang dirumuskan:

$$CAAR_t = \sum_{s=t-10}^t AAR_s \quad (3.2)$$

t = periode pengujian

3. Variabel kumulatif *return* abnormal atau *cummulative abnormal return* (CAR)

Kumulatif *return* abnormal adalah akumulasi *return* abnormal di dalam periode pengujian untuk masing-masing sampel, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t-10}^t AR_{i,a} \quad (3.3)$$

$AR_{i,a}$ = AR setiap sampel i pada hari a

Untuk melihat pengaruh dari variabel bebas lainnya terhadap *return* abnormal pada periode pengujian terkait dengan kandungan informasi pengumuman saham bonus dilakukan regresi *cross-sectional* dengan bentuk sebagai berikut:

$$Y_i = b_0 + b_1 BON_i + b_2 LEAKR_i + b_3 PRECAR_i + b_4 BETA_i + b_5 MKT_i + b_6 SIZE_i + \epsilon_{it} \quad (3.4)$$

b_0 = konstanta $b_1 - b_6$ = koefisien regresi

Masing – masing variabel akan diuraikan berikut ini.

4. Variabel rasio bonus (BON)

Rasio bonus adalah perbandingan antara jumlah saham beredar setelah ($NUMSHR_t$) dengan jumlah saham beredar sebelum pengumuman saham bonus ($NUMSHR_{t-1}$). Dengan kata lain rasio dikeluarkannya saham bonus.

$$BON = \frac{NUMSHR_t}{NUMSHR_{t-1}} \quad (3.5)$$

5. Variabel pergerakan harga saham dari t_{20} sampai dengan t_{11} (LEAKR)

LEAKR adalah perubahan harga saham perusahaan karena ada informasi spesifik tentang perusahaan. Perubahan harga saham ini dihitung dengan rumus berikut ini:

$$LEAK_i = \left[\sum_{a=t-11}^{t-20} (1 + R_{i,a}) \right] - \left[\sum_{a=t-11}^{t-20} (1 + E(R_{i,a})) \right] \quad (3.6)$$

6. Variabel kumulatif *return* abnormal dari t_{30} sampai dengan t_{21} (PRECAR)

PRECAR adalah akumulasi *return* abnormal dari t_{30} sampai dengan t_{21} yang dirumuskan berikut ini:

$$PRECAR_i = \sum_{a=t-21}^{t-30} AR_{i,a} \quad (3.7)$$

7. Variabel risiko (BETA)

BETA adalah proksi peningkatan harga yang diharapkan terjadi di masa depan, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{n \sum R_{m,t} \cdot R_{i,t} - \sum R_{m,t} \cdot \sum R_{i,t}}{n \sum R_{m,t}^2 - (\sum R_{m,t})^2} \quad (3.8)$$

8. Variabel pergerakan pasar pada periode pengujian (MKT)

MKT adalah dampak dari pergerakan pasar terhadap *return* sampel pada periode pengujian. Variabel ini diukur dari rata-rata *return* pasar dikali beta pada masing-masing saham pada periode pengujian yang dirumuskan sebagai berikut:

$$MKT_i = \frac{\sum_{a=t-7}^{t+7} (R_{m,a} \times \beta_i)}{t} \quad (3.9)$$

9. Variabel ukuran perusahaan (SIZE)

SIZE adalah logaritma dari nilai kapitalisasi pasar sampel pada akhir tahun sebelum dilakukannya saham bonus yang dirumuskan:

$$SIZE_i = \ln(MV_i \times NUMSHR_i) \quad (3.10)$$

10. Variabel rata-rata volume perdagangan abnormal atau *average abnormal trading volume* (AAV)

Rata-rata volume perdagangan abnormal adalah rata-rata volume perdagangan abnormal saham dari seluruh sampel di dalam periode pengujian yang dirumuskan berikut ini:

$$AAV_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AV_{i,t} \quad (3.11)$$

11. Variabel kumulatif rata-rata volume perdagangan abnormal atau *cummulative average abnormal trading volume* (CAAV)

Kumulatif rata-rata volume perdagangan abnormal adalah akumulasi rata-rata volume perdagangan abnormal saham dari seluruh sampel di dalam periode pengujian yang dirumuskan:

$$CAAV_i = \sum_{a=t-10}^t AAV_a \quad (3.12)$$

12. Variabel kumulatif volume perdagangan abnormal atau *cummulative abnormal trading volume* (CAV)

Kumulatif volume perdagangan abnormal adalah akumulasi volume perdagangan abnormal di dalam periode pengujian untuk masing-masing saham, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$CAV_{i,t} = \sum_{a=t-10}^t AV_{i,a} \quad (3.13)$$

$AV_{i,a}$ = AV setiap sampel i pada hari a .

Untuk melihat pengaruh dari variabel bebas lainnya terhadap volume perdagangan abnormal pada periode pengujian terkait dengan kandungan informasi pengumuman saham bonus dilakukan regresi *cross-sectional* dengan bentuk sebagai berikut:

$$Y_i = b_0 + b_1 SIZE_i + b_2 PRC_i + b_3 BMN_i + \epsilon_{ii} \quad (3.14)$$

b_0 = konstanta $b_1 - b_3$ = koefisien regresi

Masing – masing variabel akan diuraikan berikut ini.

13. Variabel ukuran perusahaan (SIZE)

SIZE adalah logaritma dari nilai kapitalisasi pasar sampel pada akhir tahun sebelum dilakukannya saham bonus yang dihitung dengan rumus 3.10.

14. Variabel perubahan harga selama periode pengujian (PRC)

PRC adalah perubahan harga yang terjadi selama periode pengujian yang dihitung dengan rumus berikut ini:

$$PRC_i = \left[\sum_{a=t-10}^{t+10} (1 + R_{i,a}) \right] - \left[\sum_{a=t-10}^{t+10} (1 + E(R_{i,a})) \right] \quad (3.15)$$

15. Variabel rasio *book to market* (BMN)

BMN adalah perbandingan nilai buku ekuitas (BV) dengan nilai pasar ekuitas (MV) pada tanggal neraca akhir tahun sebelum dilakukannya pengumuman saham bonus. Rasio ini dihitung dengan rumus :

$$BMN_i = \frac{BV}{MV} \quad (3.16)$$

3.4 Sumber Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang telah dipublikasikan oleh emiten baik melalui media massa maupun melalui institusi seperti Pusat Referensi Pasar Modal. Data diambil berupa data *times*

series artinya bahwa pengumpulan data dilakukan dari semua perusahaan yang mengumumkan saham bonus di BEI d/h BEJ selama tahun 2000-2008. Data yang digunakan dalam penelitian ini juga diperoleh dari *Indonesia capital market directory*, Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), www.bapepam.go.id, www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, dan publikasi lain yang relevan dengan penelitian ini.

Data yang digunakan dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut: emiten yang melakukan aksi korporasi berupa saham bonus tahun 2000-2008, volume perdagangan saham harian, harga penutupan saham harian, Indeks Harga Saham Gabungan pada periode estimasi dan pengujian, pengumuman-pengumuman aksi korporasi lain yang terjadi pada periode pengujian, data dari laporan keuangan perusahaan dan lain-lain.

3.5 Teknik Analisis Data

Penulis melakukan langkah-langkah teknik analisis data sebagai berikut:

- (1) Menetapkan periode pengujian, yaitu selama 21 hari mulai dari t_{-10} sampai dengan t_{+10} .
- (2) Menetapkan lama periode estimasi yaitu 150 hari yaitu mulai dari t_{-160} sampai dengan t_{-11} sebelum pengumuman saham bonus.
- (3) Menghitung *return* aktual saham i pada hari t ($R_{i,t}$) sampel selama periode pengujian dan estimasi dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$R_{i,t} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (3.17)$$

$P_{i,t}$ = harga saham i pada hari t

$P_{i,t-1}$ = harga saham i pada hari t_{-1}

- (4) Menghitung *return* aktual pasar pada hari t ($R_{m,t}$) selama periode pengujian dan estimasi dengan rumus berikut ini:

$$R_{m,t} = \text{Ln} \left(\frac{IHSG_t}{IHSG_{t-1}} \right) \quad (3.18)$$

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari t_{-1}

- (5) Menghitung parameter a dan b tiap sampel dengan menggunakan *market model* selama periode estimasi, dengan meregresikan $R_{i,t}$ sebagai variabel terikat dan $R_{m,t}$ sebagai variabel bebas.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.19)$$

$$\alpha_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_{i,t} - \beta_i \cdot \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_{m,t}$$

$$\beta_i = \frac{n \sum R_{m,t} \cdot R_{i,t} - \sum R_{m,t} \cdot \sum R_{i,t}}{n \sum R_{m,t}^2 - \left(\sum R_{m,t} \right)^2}$$

α_i = *intercept* untuk saham i

β_i = koefisien *slope* yang merupakan beta dari saham i

$\varepsilon_{i,t}$ = *return abnormal (residual)* saham i pada hari t

n = jumlah sampel

- (6) Menghitung *return* yang diharapkan saham i pada hari t $E(R_{i,t})$, dengan memasukkan pada persamaan berikut ini:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} \quad (3.20)$$

- (7) Menghitung *return abnormal* saham i pada hari t ($AR_{i,t}$) dengan rumus sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3.21)$$

- (8) Menghitung AAR dan CAAR seluruh sampel dengan rumus 3.1 dan 3.2.

- (9) Melakukan uji hipotesis t terhadap AAR dan CAAR seluruh sampel. Penghitungan nilai T untuk AAR, dilakukan dengan metode *standardized residual test* (BOEHMER) untuk menghindari kemungkinan ketidaknormalan data dan estimasi yang salah karena pasar yang tipis (Cowan dan Sergeant, 1996) sehingga ada data sampel yang bobotnya tidak proporsional (Lukose dan Rao, 2002), dengan rumus sebagai berikut (Nihat, Bodt dan Cousin, 2007 h. 133-134):

$$T_{BMR} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SR_{i,e}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SR_{i,e} - \frac{\sum_{i=1}^N SR_{i,e}}{N} \right)^2}} \quad (3.21)$$

$$SR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\left[\hat{s}_i \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{m,t} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{i=1}^T (R_{m,t} - \bar{R}_m)^2}} \right]} \quad (3.22)$$

$SR_{i,t}$ = *return abnormal terstandarisasi* saham *i* pada hari *t*

\hat{s}_i = standar deviasi *return abnormal* saham *i* pada periode estimasi

T = jumlah hari pada periode estimasi

\bar{R}_m = rata-rata *return* pasar pada periode estimasi

N = jumlah sampel

e = hari pada periode pengujian

Penghitungan nilai T untuk CAAR dilakukan dengan rumus sebagai berikut (Mishra, 2005):

$$T_{BMP} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{i,e}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SCAR_{i,e} - \frac{\sum_{i=1}^N SCAR_{i,e}}{N} \right)^2}} \quad (3.23)$$

$$SCAR_{i,e} = \frac{CAR_{i,t_1,t_2}}{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^T AR_{i,t}^2}{T-2} \left[L \left(1 + \frac{L}{T} + \frac{\left(\sum_{i=t_1}^{t_2} R_{m,t} - L\bar{R}_m \right)^2}{\sum_{i=1}^T (R_{m,t} - \bar{R}_m)^2} \right) \right]}} \quad (3.24)$$

$SCAR_{i,e}$ = kumulatif *return abnormal terstandarisasi* saham *i* pada periode pengujian

L = panjang dari periode peristiwa ($t_2 - t_1 + 1$)

(10) Menghitung volume perdagangan aktual pasar ($V_{m,t}$) selama periode pengujian dan estimasi dengan rumus berikut ini:

$$V_{m,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N V_{i,t} \quad (3.25)$$

$$V_{i,t} = Ln(1 + Vol_{i,t})$$

$V_{i,t}$ = volume perdagangan disesuaikan saham *i* pada hari *t*

$Vol_{i,t}$ = volume perdagangan aktual saham i pada hari t

N = jumlah emiten tercatat di BEI pada hari t

- (11) Menghitung parameter c dan d tiap sampel dengan menggunakan *market model* selama periode estimasi, dengan meregresikan $V_{i,t}$ sebagai variabel terikat dan $V_{m,t}$ sebagai variabel bebas.

$$V_{i,t} = c_i + d_i V_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.26)$$

$$c_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n V_{i,t} - d_i \cdot \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n V_{m,t}$$

$$d_i = \frac{n \sum V_{m,t} \cdot V_{i,t} - \sum V_{m,t} \cdot \sum V_{i,t}}{n \sum V_{m,t}^2 - (\sum V_{m,t})^2}$$

c_i = *intercept* untuk saham i

d_i = koefisien *slope* yang merupakan beta dari saham i

$\varepsilon_{i,t}$ = volume perdagangan abnormal (*residual*) saham i pada hari t

n = jumlah sampel

- (12) Menghitung volume perdagangan diharapkan saham i pada hari t $E(V_{i,t})$, dengan memasukkan pada persamaan berikut ini:

$$E(V_{i,t}) = c_i + d_i V_{m,t} \quad (3.27)$$

- (13) Menghitung volume perdagangan abnormal saham i pada hari t ($AV_{i,t}$) dengan rumus sebagai berikut:

$$AV_{i,t} = V_{i,t} - E(V_{i,t}) \quad (3.28)$$

- (14) Menghitung AAV dan CAAV seluruh sampel dengan rumus 3.11 dan 3.12.

- (15) Melakukan uji hipotesis 2 terhadap AAV dan CAAV seluruh sampel.

Perhitungan nilai T untuk AAV dan CAAV, dilakukan menggunakan metode BOEHMER sesuai rumus 3.21, 3.22, 3.23 dan 3.24 dengan mengganti variabel *return* dengan volume perdagangan.

- (16) Menghitung kumulatif *return* abnormal saham i pada hari t ($CAR_{i,t}$) dengan rumus 3.3.

- (17) Menghitung BON_i , $LEAKR_i$, $PRECAR_i$, $BETA_i$, MKT_i dan $SIZE_i$ masing-masing sampel dengan rumus 3.5, 3.6, 3.7, 3.8, dan 3.9.

- (18) Melakukan uji persyaratan analisis dengan program SPSS sehingga persamaan garis regresi yang diperoleh benar-benar dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikat. Uji persyaratan analisis ini berupa uji normalitas, uji homogenitas, uji linieritas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas.
- (19) Melakukan uji hipotesis 3 sampai dengan 8 untuk melihat pengaruh masing-masing variabel terhadap $CAR_{i,t}$
- (20) Menghitung kumulatif volume perdagangan abnormal saham i pada hari t ($CAV_{i,t}$) dengan rumus 3.13.
- (21) Menghitung $SIZE_i$, PRC_i , dan BMN_i masing-masing sampel dengan rumus 3.10, 3.15, dan 3.16.
- (22) Melakukan uji persyaratan analisis dengan program SPSS sebagaimana yang dilakukan pada langkah 18.
- (23) Melakukan uji hipotesis 9 sampai dengan 11 untuk melihat pengaruh masing-masing variabel terhadap $CAV_{i,t}$

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia d/h Bursa Efek Jakarta yang mengumumkan saham bonus sepanjang periode tahun 2000 sampai dengan 2008. Dari 48 saham yang tercatat mengumumkan saham bonus, 22 saham tidak dijadikan sampel karena tidak sesuai dengan kriteria yang ditetapkan, terdiri dari 4 saham yang datanya tidak lengkap dan 18 saham yang melakukan aksi korporasi bersamaan seperti pemberian dividen saham pada periode pengujian, sehingga didapatkan 26 sampel. Daftar sampel yang memenuhi kriteria yang ditetapkan dapat dilihat pada lampiran 1.

Distribusi pengumuman saham bonus per tahun dapat dilihat pada tabel 4.1. Dari tabel tersebut saham bonus yang menjadi sampel dalam penelitian ini paling banyak terjadi pada tahun 2000 yaitu sebanyak 12 sampel sedangkan paling sedikit terjadi pada tahun 2004 sebanyak 1 sampel. Pada tahun 2005 tidak terdapat sampel yang memenuhi persyaratan dalam penelitian ini.

Tabel 4.1 Jumlah pengumuman dan sampel per tahun

| No. | Tahun | Jumlah Pengumuman | Jumlah Sampel |
|-------|-------|-------------------|---------------|
| 1 | 2000 | 15 | 12 |
| 2 | 2001 | 6 | 3 |
| 3 | 2002 | 4 | 2 |
| 4 | 2003 | 4 | 2 |
| 5 | 2004 | 4 | 1 |
| 6 | 2005 | 4 | 0 |
| 7 | 2006 | 4 | 2 |
| 8 | 2007 | 4 | 2 |
| 9 | 2008 | 3 | 2 |
| Total | | 48 | 26 |

Sampel dalam penelitian ini berasal dari berbagai sektor industri sesuai klasifikasi yang ada di BEI. Tabel 4.2 menggambarkan nama perusahaan, sektor industri, dan tanggal pengumuman saham bonus yang dilakukan masing-masing sampel.

Sampel terbanyak adalah perusahaan dalam sektor aneka industri sebanyak 7 sampel sebesar 26,92%, berikutnya adalah industri barang konsumsi dan industri dasar dan kimia masing-masing 6 sampel 23,08%, perusahaan properti dan real estate 4 sampel 15,38%, keuangan 2 sampel 7,69% dan terakhir pertambangan masing-masing 1 sampel kurang lebih 3,85% dari total sampel.

Tabel 4.2 Jumlah dan persentase sampel berdasar sektor industri

| No. | Industri | Jumlah | Persentase |
|-----|--------------------------|--------|------------|
| 1 | Pertambangan | 1 | 3,85% |
| 2 | Keuangan | 2 | 7,69% |
| 3 | Properti dan real estate | 4 | 15,38% |
| 4 | Industri dasar dan kimia | 6 | 23,08% |
| 5 | Industri barang konsumsi | 6 | 23,08% |
| 6 | Aneka industri | 7 | 26,92% |
| | Total | 26 | 100,00% |

Pada lampiran 4 dan 5 disajikan statistik deskriptif *return* dan volume perdagangan sampel selama periode pengujian. Dalam hal ini minimum, maksimum, median, mean, 25th percentile, 75th percentile dan deviasi standar. Pada lampiran 4 terlihat saham cukup aktif diperdagangkan selama periode pengujian, hal ini terlihat dari jumlah *return* yang lebih besar daripada 0% pada masing-masing item statistik deskriptif. Return terbesar terjadi pada hari ke-5 sebelum pengumuman sebesar 28,6%. Median dan mean pada hari pengumuman sebesar 0% dan -0.16%. Aktifnya perdagangan juga terlihat dari statistik deskriptif dari volume perdagangan saham harian selama periode pengujian pada lampiran 5. Pada hari pengumuman median dan mean volume perdagangan saham adalah 118.250 dan 4.427.885 lembar dengan volume perdagangan terbesar terjadi pada hari ke-4 sebelum pengumuman sebesar 67.259.000 lembar saham. *Return* dan volume perdagangan abnormal tiap sampel selama periode pengujian dapat dilihat pada lampiran 6 dan 7.

Tabel 4.3 memberikan gambaran statistik mengenai karakteristik sampel yang digunakan melalui variabel-variabel penjelasnya. Terlihat pada tabel 4.3 variabel BON dengan rata-rata 1,9424 dan standar deviasi 0,7860, variabel LEAKR dengan rata-rata -0,1107 dan standar deviasi 0,4053, variabel PRECAR

dengan rata-rata 0,0717 dan standar deviasi 0,3015, variabel BETA dengan rata-rata 0,5070 dan standar deviasi 0,5953, variabel MKT dengan rata-rata -0,0005 dan standar deviasi 0,0021, variabel SIZE dengan rata-rata 26,7183 dan standar deviasi 1,4743, variabel PRC dengan rata-rata 0,0268 dan standar deviasi 0,2534 serta variabel BMN dengan rata-rata 0,8899 dan standar deviasi 0,7025. Tabel 4.3 secara keseluruhan memperlihatkan bahwa terdapat standar deviasi yang cukup besar serta kesenjangan yang cukup besar antara nilai terendah dan tertinggi pada setiap variabel independen.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|---------|----------------|
| BON | 26 | 1.0625 | 3.6667 | 1.9424 | 0.7860 |
| LEAK | 26 | -1.8212 | 0.3844 | -0.1107 | 0.4053 |
| PRECAR | 26 | -0.4418 | 0.9667 | 0.0717 | 0.3015 |
| BETA | 26 | -0.6270 | 1.4431 | 0.5070 | 0.5953 |
| MKT | 26 | -0.0049 | 0.0039 | -0.0005 | 0.0021 |
| SIZE | 26 | 23.6036 | 29.0711 | 26.7183 | 1.4743 |
| PRC | 26 | -1.0652 | 0.2724 | 0.0268 | 0.2534 |
| BMN | 26 | -0.0149 | 2.1277 | 0.8899 | 0.7025 |
| Valid N (listwise) | 26 | | | | |

4.2 Pengujian persyaratan analisis

Sebelum data dianalisis dengan menggunakan statistik parametrik, terlebih dahulu dilakukan uji persyaratan analisis sehingga persamaan garis regresi yang diperoleh benar-benar dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikat. Pengujian persyaratan analisis dilakukan dengan menggunakan program lunak SPSS 16.0.

1. Uji normalitas yang ditujukan untuk membuktikan apakah data sampel terdistribusi secara normal dilakukan dengan menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov dengan hasil sebagaimana terlihat pada lampiran 11.
 - a) Pengujian pada variabel BON mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.908 dan nilai signifikansi 0.382
 - b) Pengujian pada variabel LEAKR mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 1.093 dan nilai signifikansi 0.184

- c) Pengujian pada variabel PRECAR mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.895 dan nilai signifikansi 0.400
- d) Pengujian pada variabel BETA mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.734 dan nilai signifikansi 0.655
- e) Pengujian pada variabel MKT mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.832 dan nilai signifikansi 0.493
- f) Pengujian pada variabel SIZE (CAR) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.532 dan nilai signifikansi 0.940
- g) Pengujian pada variabel SIZE (CAV) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.532 dan nilai signifikansi 0.940
- h) Pengujian pada variabel PRC mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 1.161 dan nilai signifikansi 0.135
- i) Pengujian pada variabel BMN mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 0.805 dan nilai signifikansi 0.536

Berdasarkan kriteria yang digunakan yaitu data terdistribusi normal jika nilai signifikansi (Asymp. Sig. 2-tailed) lebih besar dari tingkat α yang ditetapkan yaitu 5% maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berasal dari populasi yang berdistribusi normal.

2. Uji homogenitas yang ditujukan untuk mengetahui apakah data sampel diperoleh dari populasi yang bervariasi homogen ataukah tidak, dilakukan dengan *Test of Homogeneity of Variance* dengan hasil sebagaimana terlihat pada lampiran 11.
 - a) Pengujian pada variabel BON mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.449
 - b) Pengujian pada variabel LEAKR mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.471
 - c) Pengujian pada variabel PRECAR mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.902
 - d) Pengujian pada variabel BETA mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.561
 - e) Pengujian pada variabel MKT mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.222
 - f) Pengujian pada variabel SIZE (CAR) mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.843

g) Pengujian pada variabel SIZE (CAV) mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.223

h) Pengujian pada variabel PRC mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.309

i) Pengujian pada variabel BMN mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.533

Berdasarkan kriteria yang digunakan yaitu data berasal dari populasi yang bervarians homogen jika nilai signifikansi lebih besar dari tingkat α yang ditetapkan yaitu 5% maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berasal dari populasi yang bervariasi homogen.

3. Uji linieritas yang ditujukan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak dilakukan dengan menggunakan uji Lagrange Multiplier dengan hasil sebagaimana terlihat pada lampiran 11. Kriteria yang digunakan adalah model regresi berbentuk linier jika nilai chi square hitung < chi square tabel. Hasil pengujian untuk *return* abnormal menghasilkan nilai chi square hitung sebesar 6,708 < chi square tabel sebesar 28,869 dan untuk volume perdagangan abnormal nilai chi square hitung sebesar 1,352 < chi square tabel sebesar 32,671 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam bentuk linier.
4. Uji multikolinearitas yang ditujukan untuk membuktikan ada tidaknya hubungan yang linier antara variabel bebas yang satu dengan variabel bebas yang lain, dilakukan dengan melihat nilai tolerance dan variance inflation factor (VIF) dengan hasil sebagaimana terlihat pada lampiran 11. Berdasarkan kriteria yang digunakan yaitu tidak terdapat hubungan linier antar variabel bebas jika nilai tolerance lebih dari 0,10 dan nilai VIF tidak lebih dari 10 maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel bebas dalam regresi.
5. Uji autokorelasi yang ditujukan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi diantara data pengamatan atau tidak, dilakukan dengan uji Breusch-Goedfrey dengan hasil sebagaimana terlihat pada lampiran 11. Berdasarkan kriteria yang digunakan yaitu tidak terjadi korelasi jika nilai signifikansi koefisien lebih besar dari tingkat α yang ditetapkan yaitu 5% maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi diantara data sampel.

6. Uji heteroskedastisitas yang ditujukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain atau apakah variasi residual absolut sama atau tidak sama untuk semua pengamatan, dilakukan dengan uji Park dengan hasil sebagaimana terlihat pada lampiran 11. Berdasarkan kriteria yang digunakan tidak ada heteroskedastisitas jika nilai signifikansi koefisien lebih besar dari tingkat α yang ditetapkan yaitu 5% maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam model regresi.

4.3 Pembahasan

Variabel penelitian yang digunakan untuk mengetahui pengaruh pengumuman saham bonus terhadap return saham adalah rata-rata *return* abnormal (AAR) dan kumulatif rata-rata *return* abnormal (CAAR). Sedangkan variabel yang digunakan untuk mengetahui pengaruh pengumuman saham bonus terhadap likuiditas saham adalah rata-rata volume perdagangan abnormal (AAV) dan kumulatif rata-rata volume perdagangan abnormal (CAAV). Analisis pengaruh pengumuman saham bonus dilakukan dengan mengidentifikasi adanya AAR, CAAR, AAV dan CAAV yang signifikan pada periode pengujian atau di sekitar tanggal pengumuman. Signifikansi AAR, CAAR, AAV dan CAAV dilakukan pada tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$) dengan menggunakan metode BOEHMER test. Dengan metode ini, AAR, CAAR, AAV dan CAAV yang terjadi di sekitar tanggal pengumuman akan distandarisasi sebelum dilakukan penentuan nilai T hitung. Nilai T hitung yang diberi tanda asterisk (*) menunjukkan bahwa nilai T hitung hasil pengujian lebih besar daripada nilai T tabel dengan tingkat keyakinan 95%. Berdasarkan Lampiran 9, nilai T tabel (one-tailed) untuk $\alpha = 5\%$ $df = 25$ sebesar 1,708. Dengan demikian, nilai T hitung yang lebih besar dari 1,708 (diberi tanda asteriks) menunjukkan bahwa AAR, CAAR, AAV, dan CAAV sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan, diterima sebagai kesimpulan hasil penelitian dan dapat digeneralisasi terhadap populasi.

4.3.1 Hasil Pengujian AAR dan CAAR

Hasil pengujian AAR, CAAR dan nilai T hitung untuk sampel terdapat pada tabel 4.5. Dengan $\alpha = 5\%$ setelah T hitung dibandingkan dengan T tabel (1.708), hipotesis I ternyata teruji benar, bahwa ada AAR yang positif dan

signifikan di sekitar tanggal pengumuman. AAR yang positif dan signifikan terdapat pada hari ke-7 dan ke-3 sebelum tanggal pengumuman.

Tabel 4.4 AAR, CAAR dan Nilai T hitung dengan BOEHMER Test pada periode pengujian

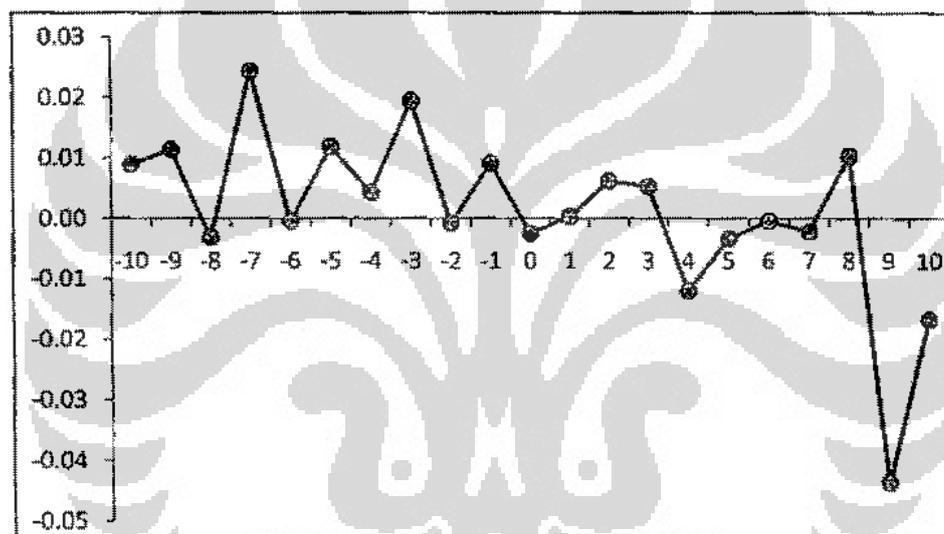
| t | AAR _t | CAAR _t | T hitung | |
|-----|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| | | | AAR _t | CAAR _t |
| -10 | 0.89% | 0.89% | 1.1316 | 1.1311 |
| -9 | 1.14% | 2.02% | 1.1715 | 1.3521 |
| -8 | -0.31% | 1.71% | -0.5690 | 0.9095 |
| -7 | 2.44% | 4.15% | 2.8111*** | 2.2845** |
| -6 | -0.05% | 4.10% | -0.3051 | 2.4025** |
| -5 | 1.19% | 5.29% | 0.2224 | 2.3727** |
| -4 | 0.43% | 5.73% | 0.2828 | 2.2393** |
| -3 | 1.95% | 7.67% | 2.6766*** | 2.8532*** |
| -2 | -0.08% | 7.60% | -0.5722 | 2.2453** |
| -1 | 0.91% | 8.51% | 1.3404 | 2.3424** |
| 0 | -0.25% | 8.26% | 0.1129 | 2.4203** |
| 1 | 0.03% | 8.29% | -0.0327 | 2.2774** |
| 2 | 0.62% | 8.91% | 1.1993 | 2.3814** |
| 3 | 0.53% | 9.45% | 0.5562 | 2.6914*** |
| 4 | -1.19% | 8.25% | -0.9778 | 2.4195** |
| 5 | -0.33% | 7.92% | -0.1672 | 2.5242*** |
| 6 | -0.04% | 7.88% | -0.2376 | 2.4823*** |
| 7 | -0.22% | 7.66% | -0.4410 | 2.6513*** |
| 8 | 1.04% | 8.70% | 1.3263 | 2.5244*** |
| 9 | -4.36% | 4.34% | -1.0532 | 1.0989 |
| 10 | -1.66% | 2.68% | -1.8619* | 0.7431 |

Keterangan :

- *** = signifikan pada $\alpha = 1\%$
- ** = signifikan pada $\alpha = 2,5\%$
- * = signifikan pada $\alpha = 5\%$

Berdasarkan tabel 4.4 di atas terdapat 11 hari bursa yang mengandung AAR positif dan 10 hari bursa yang mengandung AAR negatif. AAR positif terjadi pada t_{10} , t_9 , t_7 , t_5 , t_4 , t_3 , t_1 , t_{+1} , t_{+2} , t_{+3} , dan t_{+8} sedangkan sisanya AAR negatif. AAR yang bernilai positif berarti pendapatan aktual investor lebih tinggi dari pendapatan yang diharapkan sebaliknya AAR negatif berarti pendapatan aktual investor lebih kecil dari yang diharapkan. Berdasarkan uji T diperoleh hasil bahwa pada tanggal pengumuman (t_0) tidak ada AAR positif yang signifikan

pada $\alpha = 5\%$ dan ada AAR positif yang signifikan pada hari ke-7 dan ke-3 sebelum t_0 . Tidak ada teori yang menjelaskan kenapa pada hari tertentu terdapat *return* abnormal yang signifikan. Terjadinya *return* abnormal sebelum tanggal pengumuman ini mengindikasikan adanya kemungkinan kebocoran informasi ke pasar sebelum t_0 karena sebagian investor mendapat akses informasi dari dalam perusahaan dan menggunakannya untuk bertransaksi. Seharusnya pada periode sebelum pengumuman saham bonus tidak ada *return* abnormal dengan asumsi tidak ada informasi lain yang mempengaruhi harga saham. Secara grafis dampak pengumuman saham bonus terhadap *return* saham dapat dilihat pada gambar berikut.



Gambar 4.1 Grafik rata-rata *return* abnormal (AAR) pada periode pengujian

Dari grafik di atas terlihat adanya rata-rata *return* abnormal yang fluktuatif. Hal ini disebabkan karena sebelum tanggal pengumuman secara agregat lebih banyak investor yang melakukan transaksi beli sehingga *return* yang diperoleh diatas 0%. Sebaliknya setelah tanggal pengumuman, investor lebih banyak melakukan aksi jual sehingga *return* yang terlihat cenderung menurun dan negatif. Fluktuasi yang besar menunjukkan aktifnya saham diperdagangkan selama periode pengujian.

Adanya perubahan harga yang terjadi sebelum tanggal pengumuman juga dapat dipahami mengingat sebelum diumumkan ke publik pemberian saham bonus diputuskan melalui mekanisme RUPS atau RUPSLB yang biasanya dilakukan 1 bulan sebelumnya. Sebelum pelaksanaan RUPS atau RUPSLB,

diberitahukan melalui media masa kepada seluruh pemegang saham untuk menghadirinya dengan agenda pemberian saham bonus. Sehingga kemungkinan investor sudah aktif mencari informasi di sekitar tanggal pengumuman. Investor sadar bahwa saham bonus akan menimbulkan reaksi harga saham. Investor berharap dapat memperoleh keuntungan dari adanya saham bonus sehingga melakukan aksi *profit taking*. Maka berdasarkan informasi yang telah diperolehnya, kemungkinan dianalisis oleh investor bahwa menjelang tanggal pengumuman merupakan saat yang tepat untuk melakukan transaksi.

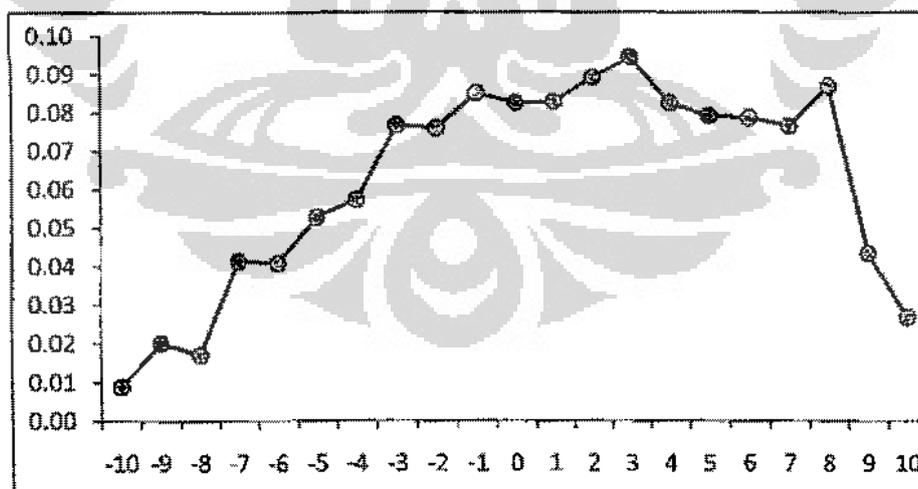
AAR positif yang signifikan mengindikasikan bahwa informasi pengumuman saham bonus mengandung berita baik. Pasar sangat percaya bahwa emiten mempunyai prospek yang baik di masa depan dengan memberikan *return* sesuai yang diharapkan investor. Hari ke-7 dan ke-3 merupakan puncak aksi beli investor dengan harapan hari-hari setelah pengumuman harga akan semakin baik. Investor merespon saham bonus sebagai kabar baik dengan harapan prospek *return* ke depan yang lebih baik. AAR yang negatif (-0,25%) dan tidak signifikan pada tanggal pengumuman mengindikasikan bahwa informasi pengumuman saham bonus sudah diantisipasi pasar sebelum t_0 . Informasi dalam pengumuman saham bonus sudah tidak berguna lagi bagi investor sehingga tidak ada lagi AAR positif yang signifikan dengan memanfaatkan informasi pengumuman saham bonus. Pada hari ke-10 setelah pengumuman terjadi aksi *profit taking* dengan menjual saham yang sudah dibeli sebelumnya hal ini terlihat dari *return* yang negatif dan signifikan. Investor merasa waktunya sudah tepat untuk melakukan aksi jual dan mengambil keuntungan dari aksi beli yang dilakukan sebelumnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Mishra (2005) di Bombay Stock Exchange dimana terdapat *return abnormal* yang signifikan pada hari ke-5 sebelum pengumuman. Namun berbeda dengan hasil penelitian Foster dan Vickrey (1978) pada NYSE tahun 1972 hingga 1974. Pada 82 sampel perusahaan yang mengumumkan dividen saham mereka menemukan *return abnormal* yang positif dan signifikan pada tanggal pengumuman. Penelitian yang dilakukan Stickel (1991) juga menunjukkan hal yang berbeda. Selama periode pengujian yaitu 15 hari seputar tanggal pengumuman, rata-rata *return abnormal* positif dan signifikan terjadi pada tanggal pengumuman dividen sebesar 0,53 % selanjutnya cenderung

negatif.

Masse, Hanrahan, dan Kushner (1997) menemukan *return* abnormal yang positif dan signifikan pada tanggal pengumuman dan 1 hari setelahnya. Barnes dan Ma (2002) melakukan penelitian pada pasar modal China dan menemukan *return* abnormal positif dan signifikan pada t_{-1} , t_0 , dan t_{+1} . Balachandran, Faff, dan Tanner (2004) meneliti perusahaan-perusahaan publik di Australia, dimana investor bereaksi pada saat pengumuman dan 1 hari setelah pengumuman. Pada tanggal pengumuman tersebut terjadi rata-rata *return* abnormal yang positif, dengan nilai rata-rata sebesar 1,61 % pada tanggal pengumuman dan sebesar 0,65 % pada hari pertama setelah pengumuman selanjutnya cenderung menurun pada hari-hari setelah pengumuman.

Jadi dapat disimpulkan bahwa pengumuman saham bonus memiliki kandungan informasi yang relevan sehingga investor bereaksi. Reaksi investor ini tercermin pada adanya *return* abnormal yang signifikan pada periode pengujian yaitu pada hari ke-7 dan ke-3 sebelum pengumuman. Sehingga dapat disimpulkan secara empiris informasi pengumuman saham bonus secara signifikan mempengaruhi *return* saham.



Gambar 4.2 Grafik kumulatif rata-rata *return* abnormal (CAAR) pada Periode Pengujian

Perkembangan CAAR selama periode pengujian diilustrasikan pada gambar 4.2. Hasil pengujian menunjukkan CAAR semuanya bernilai positif selama periode pengujian. Dari Tabel 4.4 terlihat bahwa nilai CAAR untuk

sampel tertinggi pada hari ke-3 setelah pengumuman sebesar 9,45 % dan terendah pada awal periode pengujian sebesar 0,89 %. Nilai CAAR yang secara statistik positif dan signifikan terdapat pada hampir semua hari pada periode pengujian kecuali hari ke-10, ke-9 dan 8 sebelum tanggal pengumuman serta hari ke-9 dan ke-10 setelah pengumuman. CAAR paling signifikan terjadi pada hari ke-3 sebelum pengumuman.

Dari gambar 4.2 terlihat bahwa pasar bereaksi positif sebelum pengumuman hingga hari ke-3 setelah pengumuman, dari t_{-10} hingga t_{+3} naik 8.56%. Namun setelah itu cenderung menurun. CAAR terkoreksi 6.77% dari 9.45% ke 2.68% pada t_{+10} . Hal ini mengindikasikan pasar melakukan koreksi harga setelah sebelumnya bereaksi positif. Jadi bila seorang investor akan melakukan *profit taking* terhadap saham-saham yang melakukan saham bonus, dengan strategi jangka pendek, investor akan memperoleh *return* sebesar 4,15% apabila membeli pada hari ke-11 sebelum pengumuman dan menjualnya pada hari ke-7 sebelum pengumuman. *Return* sebesar 7,67% diperoleh apabila dijual pada hari ke-3 sebelum pengumuman. Namun apabila ia menjual selain pada hari-hari yang secara statistik positif dan signifikan tidak ada *return* abnormal yang akan diperoleh investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Mishra (2005) dimana CAAR positif dan signifikan terdapat pada hari ke-8 sebelum pengumuman hingga hari ke-3 setelah pengumuman dan selanjutnya cenderung menurun. Demikian pula Barnes dan Ma (2002) menyatakan CAAR positif dan signifikan terjadi pada t_5 hingga t_{-1} , yang berarti pasar sudah mengantisipasi dengan bereaksi positif dan optimis sebelum pengumuman saham bonus. Setelah pengumuman saham bonus, pasar melakukan koreksi yang signifikan, pada t_{+1} hingga t_{+5} CAAR cenderung menurun. Bahkan penelitian Balachandran, Faff, dan Tanner (2004) menunjukkan CAAR secara statistik positif dan signifikan pada t_{-25} hingga t_{-30} . Hal ini berarti pasar terus bereaksi positif atas adanya pengumuman saham bonus dengan asumsi tidak ada faktor lain yang mempengaruhi perubahan harga saham. Hasil yang berbeda ditunjukkan Masse, Hanrahan, dan Kushner (1997). Mereka menemukan untuk 45 sampel dividen saham, terdapat CAAR negatif dan signifikan sebelum tanggal pengumuman yaitu pada t_8 hingga t_1 , setelahnya cenderung meningkat

namun tidak signifikan.

Hasil pengujian signifikansi rata-rata *return* abnormal (AAR) dan kumulatif rata-rata *return* abnormal (CAAR) di atas memberikan kesimpulan bahwa pengumuman saham bonus mengandung suatu informasi, informasi tersebut relevan sehingga investor di Bursa Efek Indonesia bereaksi terhadap pengumuman saham bonus. Reaksi tersebut tercermin dengan terjadinya *return* abnormal yang signifikan atau perubahan harga yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Hasil perhitungan dan pengujian terhadap sampel menunjukkan bahwa terdapat AAR dan CAAR yang positif di sekitar tanggal dikeluarkannya pengumuman saham bonus, dan hasil pengujian statistik menunjukkan nilai T hitung AAR dan CAAR lebih besar daripada T tabel atau berada di luar daerah penerimaan hipotesis nol. Dengan hasil pengujian ini, penulis mengambil kesimpulan menerima hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat tingkat *return* abnormal yang positif dan signifikan di sekitar tanggal dikeluarkannya pengumuman saham bonus. Diterimanya hipotesis ini dengan sendirinya menjawab pernyataan riset bahwa pengumuman saham bonus memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *return* saham.

4.3.2 Hasil Pengujian AAV dan CAAV

AAV, CAAV dan T hitung hasil pengujian disajikan pada tabel 4.5. Dengan $\alpha = 5\%$ setelah T hitung dibandingkan dengan T tabel, hipotesis 2 ternyata teruji benar. Hasil pengujian terhadap seluruh sampel pada Tabel 4.5 menunjukkan bahwa dalam periode pengujian terdapat 15 hari bursa yang mengandung AAV positif dan 6 hari bursa yang mengandung AAV negatif. AAV negatif terjadi pada $t_8, t_7, t_6, t_5, t_4, t_{+6}, t_{+7}, t_{+8}$, dan t_{+9} sedangkan sisanya AAV positif.

AAV yang positif dan signifikan pada tingkat keyakinan 95% terdapat pada hari ke-1 sebelum pengumuman, dan hari ke-1 setelah pengumuman. Ketika pengumuman saham bonus menjadi informasi publik pada t_0 , hasil pengujian menunjukkan terdapat AAV sebesar 142,47% namun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pada saat dikeluarkannya pengumuman saham bonus tidak terjadi reaksi pasar signifikan yang tercermin pada perubahan volume perdagangan saham. Reaksi pasar yang signifikan atas pengumuman saham bonus sudah ada 1 hari sebelum pengumuman dengan nilai AAV sebesar 162,61%.

Setelah pengumuman pada hari ke-1 juga terdapat reaksi pasar yang signifikan dengan AAV sebesar 205,51%. Adanya reaksi pasar yang signifikan terhadap volume perdagangan saham menunjukkan bahwa saham bonus memiliki suatu muatan informasi dan mempengaruhi likuiditas perdagangan saham secara berkelanjutan.

Tabel 4.5 AAV, CAAV dan Nilai T hitung dengan BOEHMER Test pada periode pengujian

| t | AAV _t | CAAV _t | T hitung | |
|-----|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| | | | AAV _t | CAAV _t |
| -10 | 42.54% | 42.54% | 0.5127 | 0.5166 |
| -9 | 44.29% | 86.83% | 0.7279 | 0.7364 |
| -8 | -3.89% | 82.94% | -0.0373 | 0.5795 |
| -7 | -50.06% | 32.88% | -1.0808 | -0.4515 |
| -6 | -72.74% | -39.86% | -1.1481 | -0.7763 |
| -5 | -36.38% | -76.24% | -0.8999 | -0.7837 |
| -4 | 13.82% | -62.42% | -0.6688 | -0.7340 |
| -3 | 64.14% | 1.71% | -0.3770 | -0.6300 |
| -2 | 136.91% | 138.62% | -0.0783 | -0.5023 |
| -1 | 162.61% | 301.23% | 1.9123* | -0.4127 |
| 0 | 142.47% | 443.70% | 1.5820 | -0.3506 |
| 1 | 205.51% | 649.21% | 2.7210*** | -0.2180 |
| 2 | 58.37% | 707.57% | 0.5507 | -0.2004 |
| 3 | 83.24% | 790.81% | 1.0303 | -0.1515 |
| 4 | 53.36% | 844.17% | 0.6019 | -0.0754 |
| 5 | 40.69% | 884.86% | 0.7958 | 0.0305 |
| 6 | -5.84% | 879.02% | -0.5613 | 0.0646 |
| 7 | -23.84% | 855.18% | -0.4759 | 0.1051 |
| 8 | -45.59% | 809.59% | -0.8232 | 0.1081 |
| 9 | -53.99% | 755.60% | -1.0635 | 0.1225 |
| 10 | 25.28% | 780.88% | -0.3852 | 0.2019 |

Keterangan :

*** = signifikan pada $\alpha = 1\%$

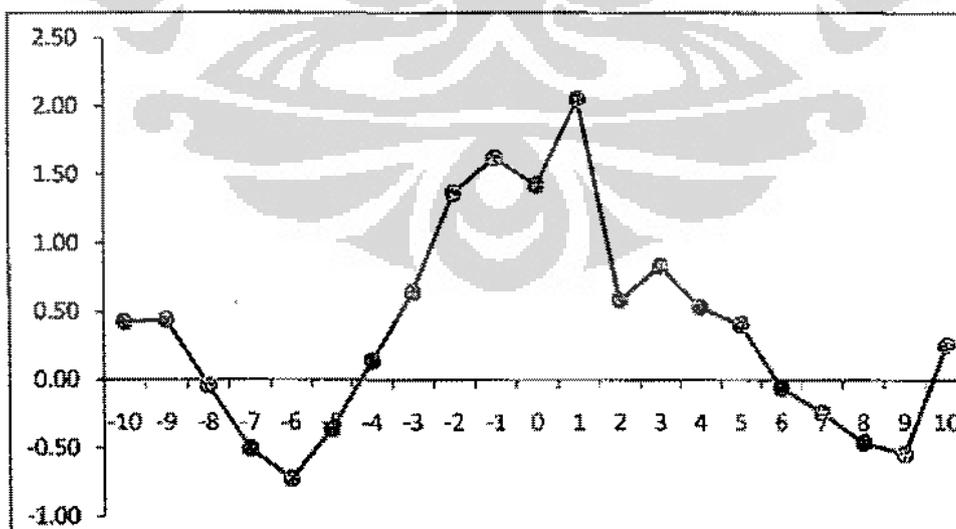
** = signifikan pada $\alpha = 2,5\%$

* = signifikan pada $\alpha = 5\%$

Hasil yang berbeda ditunjukkan penelitian Stickel (1991) dan Olibe (2002) pada NYSE dan AMEX. Hasil penelitian Stickel (1991) menunjukkan investor bereaksi segera setelah pengumuman diberikan. Selama 33 hari periode pengujian,

secara statistik volume perdagangan abnormal positif dan signifikan terjadi pada hari pengumuman dan hari ke-10 setelah pengumuman. Pada hari pengumuman tersebut juga terjadi rata-rata volume perdagangan abnormal yang positif dan paling besar dibandingkan hari-hari lain pada periode pengujian, dengan nilai rata-rata sebesar 0.11 % pada tanggal pengumuman dan sebesar 0.04 % pada hari pertama setelah pengumuman selanjutnya cenderung mengalami penurunan. Sejalan dengan penelitian Stickel (1991), Olibe (2002) membuktikan dari 21 hari dalam periode pengujian, volume perdagangan positif dan signifikan terjadi pada hari pengumuman sebesar 46,77%. Kavussanos dan Tsounia (2006) juga membuktikan hal yang sama, pada sampel di Londons Stock Exchange (LSE) pada hari pengumuman volume perdagangan positif dan signifikan dengan rata-rata sebesar 19,22% sedangkan pada Athens Stock Exchange (ASE) positif namun tidak signifikan dengan rata-rata sebesar 7,77%.

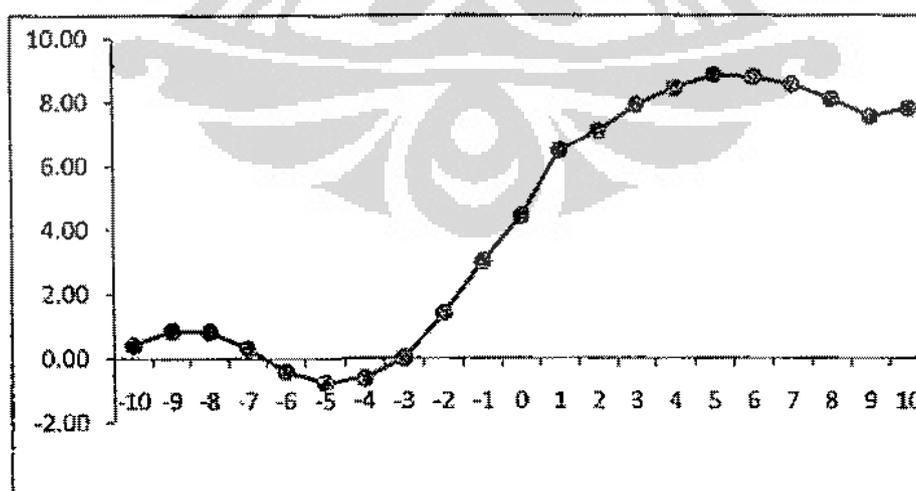
Berdasarkan hasil pengujian ini, penulis menerima hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat AAV yang positif dan signifikan di sekitar tanggal dikeluarkannya pengumuman saham bonus Dengan diterimanya hipotesis ini dapat disimpulkan bahwa saham bonus memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap likuiditas perdagangan saham. Secara grafis dampak pengumuman saham bonus terhadap return saham dapat dilihat pada gambar berikut.



Gambar 4.3 Grafik rata-rata volume perdagangan abnormal (AAV) pada periode pengujian

Hasil pengujian CAAV memperlihatkan nilai CAAV sebagian besar positif pada periode pengujian. CAAV negatif terdapat pada hari ke-7 sebelum pengumuman hingga hari pengumuman. Selama periode pengujian tidak ada CAAV yang nilainya signifikan. Hal ini berarti tidak ada perdagangan yang ekstrim baik sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Kavussanos dan Tsounia (2006) di LSE. CAAV selama periode pengujian tidak ada yang signifikan. Hasil berbeda ditunjukkan pada sampel ASE, CAAV selama periode pengujian sebagian besar positif dan signifikan. Pada hari pengumuman terdapat CAAV sebesar 166,79% terus meningkat hingga hari ke-6 dan setelahnya cenderung menurun. Hal ini menunjukkan terdapat perubahan volume perdagangan yang ekstrim selama periode pengujian.

Perkembangan CAAV selama periode uji dapat dilihat pada gambar 4.4. Dari gambar 4.4 berikut ini dapat dilihat nilai CAAV cenderung naik walaupun sempat turun yang pada hari ke-7 hingga hari ke-4 sebelum pengumuman. Nilai tertinggi pada hari ke-5 setelah pengumuman dan berikutnya cenderung menurun. Volume perdagangan cenderung meningkat selama periode pengujian Hal ini menunjukkan aktifnya saham-saham tersebut diperdagangkan walaupun tidak signifikan. Investor merespon informasi pengumuman saham bonus dengan melakukan transaksi perdagangan atas saham sampel.



Gambar 4.4 Grafik kumulatif rata-rata volume perdagangan abnormal (CAAV) pada periode pengujian

Hasil perhitungan dan pengujian terhadap sampel menunjukkan bahwa terdapat AAV dan CAAV yang positif di sekitar tanggal dikeluarkannya pengumuman saham bonus dan hasil pengujian statistik menunjukkan nilai T hitung AAV lebih besar daripada T tabel. Dengan hasil pengujian ini, penulis mengambil kesimpulan untuk menerima hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat tingkat volume perdagangan abnormal yang positif dan signifikan di sekitar tanggal dikeluarkannya pengumuman saham bonus. Diterimanya hipotesis ini menjawab pernyataan riset bahwa pengumuman saham bonus memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap likuiditas saham.

4.3.3 Hasil Regresi CAR

Hasil persamaan regresi faktor-faktor yang mempengaruhi *return* abnormal disajikan pada tabel 4.6 berikut ini :

Tabel 4.6 Hasil Persamaan Regresi Berganda CAR

| Variabel | Koefisien yang diharapkan | Koefisien Regresi | t-stat | Sig. | |
|--|---------------------------|-------------------|--------|-------|----------------|
| (Constant) | | 1.143 | 1.311 | 0.206 | tdk signifikan |
| BON | + | -0.090 | -1.530 | 0.143 | tdk signifikan |
| LEAKR | - | -0.691 | -1.642 | 0.117 | tdk signifikan |
| PRECAR | - | -0.533 | -2.949 | 0.008 | *** |
| BETA | - | -0.016 | -0.200 | 0.844 | tdk signifikan |
| MKT | + | -0.802 | -0.034 | 0.973 | tdk signifikan |
| SIZE | - | -0.015 | -0.507 | 0.618 | tdk signifikan |
| F = 3,494 R ² = 0,525 R = 0.724 | | | | | |
| Sig. F = 0,017 Adjusted R ² = 0,374 | | | | | |

Sumber : data diolah

Keterangan

*** = signifikan pada $\alpha = 1\%$

** = signifikan pada $\alpha = 2,5\%$

* = signifikan pada $\alpha = 5\%$

Dari hasil penghitungan pada tabel 4.6 diperoleh F hitung sebesar 3,494. Dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, jumlah parameter 7 dan derajat kebebasan 18 diperoleh F tabel sebesar 2,577 (Lampiran 10). Karena F hitung (3,494) > F tabel (2,577) dan signifikansi F (0,017) < 5% maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi CAR pada periode pengujian. Hal ini berarti variabel rasio bonus (BON), pergerakan harga saham dari t_{20} sampai dengan t_{11}

(LEAKR), kumulatif *return* abnormal dari t_{80} sampai dengan t_{21} (PRECAR), pergerakan pasar pada periode pengujian (MKT), risiko (BETA), dan ukuran perusahaan (SIZE) secara bersama-sama berpengaruh terhadap kumulatif *return* abnormal. Nilai R yang ditunjukkan tabel 4.6 adalah sebesar 0.724. Angka ini berada diatas 0.5 menunjukkan hubungan antara BON, LEAKR, PRECAR BETA, MKT dan SIZE terhadap CAR adalah kuat. Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,525 atau 52,5 % menunjukkan 52,5% variasi variable CAR dijelaskan oleh variasi variable BON, LEAKR, PRECAR BETA, MKT dan SIZE dan sisanya sebesar 47,5 % dijelaskan oleh oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Berdasarkan hasil uji t yang ditunjukkan tabel 4.6 dapat disimpulkan variabel yang signifikan pengaruhnya hanya PRECAR sedangkan variabel lainnya tidak ada yang signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Grinblatt, Masulis & Titman (1984) signifikan pada RUNUP (PRECAR) dan LEAKR; Rankine & Stice (1997) signifikan pada RUNUP dan MVE (SIZE); Datar, Naik, dan Radcliffe (1998) signifikan pada BETA, dan LOG SIZE (SIZE); Setyawasih (2004) signifikan pada RUNUP dan LEAK; Balachandran & Tanner (2001) signifikan pada BONUS SIZE (BON) dan CAR-50,-2 (PRECAR); serta Lukose & Rao signifikan pada BONUS RATIO (BON), MARKET (MKT) dan ASSET SIZE (SIZE)

Dari tabel terlihat bahwa berdasarkan hasil uji signifikansi koefisien regresinya menunjukkan koefisien BON negatif berbeda dengan yang diharapkan serta tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti perubahan BON tidak mempengaruhi perubahan kumulatif *return* abnormal selama periode pengujian. Semakin besar atau kecil rasio bonus ternyata tidak berpengaruh terhadap besar kecilnya kumulatif *return* abnormal yang terjadi selama periode pengujian. Hal ini diduga disebabkan karena proporsi kepemilikan saham oleh publik pada sampel secara rata-rata lebih kecil daripada yang dimiliki institusi atau perorangan sebagaimana terlihat pada lampiran 3. Hanya MTDL dan RMBA yang porsi kepemilikan saham oleh publik di atas 50% sehingga secara agregat pasar (seluruh sampel) tidak bereaksi signifikan terhadap besarnya saham bonus yang diberikan.

Kondisi ini berbeda dengan hasil studi Balachandran, Faff dan Jong (2005) dimana koefisien regresi BOSIZE positif dan tidak signifikan. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil studi Balachandran dan Tanner (2001) serta Lukose dan Rao (2002) dimana koefisien BONUS SIZE dan BONUS RATIO positif dan signifikan berpengaruh terhadap kumulatif *return* abnormal. Artinya pada Bombay Stock Exchange (BSE) dan perusahaan publik di Australia semakin besar saham bonus yang diberikan akan semakin besar *return* yang akan diperoleh pada saat diumumkannya saham bonus.

Variabel LEAKR bernilai negatif sesuai yang diharapkan dan tidak signifikan. Variabel LEAKR tidak memiliki pengaruh terhadap *return* abnormal yang disebabkan oleh pengumuman saham bonus. Seharusnya peningkatan LEAKR mengakibatkan penurunan kumulatif *return* abnormal. LEAKR merupakan variabel yang mengukur tentang peningkatan harga saham sehubungan dengan informasi spesifik perusahaan sepuluh hari sebelum periode pengujian. Apabila LEAKR meningkat maka akan mengakibatkan penurunan *return* abnormal yang diperoleh pada saat diumumkannya saham bonus karena pasar telah mendiskon berita saham bonus dengan bereaksi positif dan signifikan pada periode sebelum pengujian.

Hal ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Setyawasih (2004) dan namun sejalan dengan hasil studi Lukose dan Rao (2002) di BSE maupun Grinblatt, Masulis dan Titman (1984), variabel LEAKR bernilai negatif. Pada studi yang dilakukan Lukose dan Rao (2002) variabel ini tidak punya pengaruh yang signifikan sedangkan Grinblatt, Masulis dan Titman (1984) signifikan pengaruhnya. Dengan demikian di BEI dan BEJ adanya kemungkinan kebocoran informasi dan penundaan pengumuman dalam 10 hari sebelum periode pengujian saham bonus tidak akan mempengaruhi kumulatif *return* abnormal.

Hasil koefisien regresi untuk variabel PRECAR menunjukkan arah yang negatif dan signifikan. Nilai koefisien ini sesuai dengan harapan (bernilai negatif) dan sejalan dengan hasil studi Setyawasih (2004), Balachandran dan Tanner (2001), serta Balachandran, Faff dan Jong (2005). Tingkat signifikansinya sejalan dengan hasil penelitian Setyawasih (2004) dan Balachandran dan Tanner (2001) pengaruhnya signifikan sedangkan hasil penelitian Balachandran, Faff dan Jong

(2005) tidak signifikan. Hasil yang bertolak belakang ditunjukkan Grinblatt, Masulis dan Titman (1984), serta Rankine dan Stice (1997) karena nilainya positif dan signifikan. Jadi dapat disimpulkan bahwa peningkatan harga saham pada periode estimasi sebelum pengumuman saham bonus akan mempengaruhi keputusan investor untuk melakukan transaksi. Semakin besar PRECAR maka akan menurunkan minat investor untuk melakukan transaksi pada periode pengujian sehingga menurunkan *return* yang diperoleh.

Untuk variabel risiko atau BETA, hasil uji signifikansi koefisien regresi terhadap saham secara keseluruhan variabel ini tidak signifikan mempengaruhi kumulatif *return* abnormal. Temuan ini sejalan dengan hasil studi Grinblatt, Masulis dan Titman (1984) dimana koefisien regresi tidak signifikan. Namun penelitian Datar, Naik, dan Radcliffe (1998) di NYSE tahun 1962-1991, menemukan variabel ini negatif dan signifikan pengaruhnya terhadap kumulatif *return* abnormal. Karena BETA merupakan ukuran bagi risiko sistematis, dengan asumsi investor tidak menyukai risiko, maka makin besar BETA yang berarti makin tinggi risiko suatu saham akan menghasilkan reaksi investor yang tidak terlalu jauh mengkoreksi harga saham sehingga *return* abnormal yang akan diperoleh makin kecil. Selanjutnya disebutkan juga oleh Grinblatt, Masulis dan Titman (1984), bahwa manajer dari perusahaan yang memiliki nilai BETA yang tinggi, menunjukkan ketidakyakinannya mengenai peningkatan harga saham di masa yang akan datang, akibatnya saham dengan kondisi demikian akan menghasilkan *return* abnormal yang rendah karena investor tidak bereaksi secara signifikan.

Variabel MKT berkoefisien positif dan tidak signifikan hal ini sesuai dengan yang diharapkan yaitu berkoefisien positif. Namun karena tidak signifikan berarti perubahan pergerakan harga pasar selama periode pengujian tidak mempengaruhi perubahan kumulatif *return* abnormal pada pengumuman saham bonus. Hasil penelitian ini berbeda dengan Setyawasih (2004) namun sejalan dengan Grinblatt, Masulis dan Titman (1984) serta Lukose dan Rao (2002), variabel MARKET bernilai positif dan signifikan. Berapapun pergerakan pasar pada periode pengumuman saham bonus di BEI d/h BEJ tidak mempengaruhi nilai kumulatif *return* abnormal. Hal ini disebabkan koefisien regresinya tidak

signifikan pada tingkat signifikansi 5% bahkan 10%. Sebaliknya terjadi di BSE kontribusi perubahan harga dari masing-masing saham yang menyebabkan pergerakan pasar berpengaruh terhadap nilai *return* abnormal. Semakin besar variabel MKT semakin besar *return* yang diperoleh pada saat diumumkan saham bonus.

Koefisien regresi untuk variabel SIZE bernilai negatif (sesuai yang diharapkan) dan tidak signifikan berarti variabel tersebut tidak memiliki pengaruh terhadap *return* abnormal yang disebabkan oleh pengumuman saham bonus. Hal ini konsisten dengan hasil studi Balachandran dan Tanner (2001) variabel SIZE yang disebut LMV bernilai negatif dan tidak signifikan. Demikian pula hasil studi Lukose dan Rao (2002) variabel ASSET SIZE bernilai negatif dan tidak signifikan. Hasil yang berbeda ditunjukkan Setyawasih (2004) dimana koefisien LOG SIZE positif dan tidak signifikan. Hal ini berarti di BEI ukuran perusahaan bukan menjadi faktor yang mempengaruhi nilai *abnormal return* pada peristiwa pengumuman saham bonus. Pada sampel dengan kapitalisasi besar diatas 1 triliun KLBK, RMBA, BMTR, PLIN, dan PWON hanya RMBA yang porsi kepemilikan sahamnya oleh publik diatas 50% sehingga secara agregat pasar tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Hal sebaliknya terjadi di NYSE dan AMEX yang berdasarkan studi Rankine dan Stice (1991) variabel SIZE yang disebut MVE bernilai negatif dan signifikan. Dengan demikian di NYSE dan AMEX ukuran perusahaan merupakan faktor yang secara signifikan berpengaruh terhadap nilai *return* abnormal pengumuman saham bonus. Semakin besar SIZE suatu perusahaan maka semakin kecil *return* yang akan diperoleh pada saat diumumkannya saham bonus.

4.3.4 Hasil regresi CAV

Hasil persamaan regresi faktor-faktor yang mempengaruhi volume perdagangan abnormal disajikan pada tabel 4.7. Berdasarkan uji F secara bersama-sama variabel SIZE, PRC, dan BMN tidak mempengaruhi kumulatif volume perdagangan abnormal pada periode pengujian pengumuman saham bonus. Hal ini dapat dilihat dari pengujian secara simultan yang telah dilakukan yaitu ternyata F hitung (1,328) < F tabel (2,840) serta tingkat signifikansi F yang jauh di atas 5 % sebesar 0,291. Dengan demikian dapat disimpulkan model regresi

ini tidak dapat digunakan untuk memprediksi CAV pada periode pengujian.

Tabel 4.8 Hasil Persamaan Regresi Berganda CAV

| Variabel | Koefisien yang diharapkan | Koefisien Regresi | t-stat | Sig. | |
|--|---------------------------|-------------------|--------|-------|----------------|
| (Constant) | | -259.257 | -1.197 | 0.244 | tdk signifikan |
| SIZE | - | 8.820 | 1.129 | 0.271 | tdk signifikan |
| PRC | + | 50.533 | 1.216 | 0.237 | tdk signifikan |
| BMN | + | 30.369 | 1.840 | 0.079 | tdk signifikan |
| F = 1,328 R ² = 0,153 R = 0,392 | | | | | |
| Sig. F = 0.291 Adjusted R ² = -0,038 | | | | | |

Sumber : data diolah

Keterangan

- *** = signifikan pada $\alpha = 1\%$
- ** = signifikan pada $\alpha = 2,5\%$
- * = signifikan pada $\alpha = 5\%$

Hasil penelitian ini bertolak belakang hasil penelitian Bamber (1986) dan Kavussanos dan Tsounia (2006) namun sejalan dengan Schneible dan Stevens (2008). Koefisien variabel SIZE pada penelitian Bamber (1986) dan Kavussanos dan Tsounia (2006) negatif dan signifikan berbeda dengan Schneible dan Stevens (2008) dimana variable SIZE ini dinyatakan dengan MKVOL koefisiennya positif dan signifikan. Artinya pada LSE dan ASE investor lebih tertarik untuk melakukan transaksi pada perusahaan-perusahaan kecil yang harganya lebih terjangkau dan kandungan informasinya lebih besar dengan harapan bisa memperoleh *return* lebih besar. Berbeda dengan Schneible dan Stevens (2008), pada NYSE investor lebih tertarik melakukan transaksi perdagangan pada perusahaan besar. Hal ini diduga disebabkan karena di NYSE semua informasi terbuka untuk publik sehingga kandungan informasi suatu perusahaan tidak berbeda satu sama lain. Pada NYSE semakin besar SIZE suatu perusahaan maka semakin besar volume saham perusahaan tersebut diperdagangkan.

Hasil koefisien regresi untuk variabel PRC pada hasil studi Kavussanos dan Tsounia (2006) yang dinyatakan dengan PRCHANGE dan Schneible dan Stevens (2008) yang dinyatakan dengan ABSRET positif dan signifikan

pengaruhnya terhadap kumulatif volume perdagangan abnormal. Investor memberikan reaksi terhadap adanya aksi korporasi yang dilakukan perusahaan. Reaksi ini terlihat dengan adanya peningkatan harga atau perubahan *return* selama periode pengujian. Reaksi yang positif ditunjukkan dengan banyaknya permintaan, naiknya harga dan meningkatnya volume perdagangan saham sehingga pasar modal menjadi lebih likuid.

Hasil studi Kavussanos dan Tsounia (2006) menunjukkan variabel BMN yang dinyatakan dengan BMR positif dan signifikan mempengaruhi kumulatif perdagangan abnormal pada kedua bursa LSE dan ASE. Pada LSE dan ASE investor menganggap saham yang nilai pasarnya lebih kecil dari nilai buku punya nilai lebih yang dapat memberikan keuntungan di masa depan. Investor akan aktif melakukan transaksi dengan membeli saham yang *book to market ratio*-nya kecil dengan asumsi *ceteris paribus*. Sehingga semakin besar rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar saham yang berarti nilai pasarnya semakin jauh dibawah nilai buku, semakin likuid saham tersebut diperdagangkan.

BAB 5 PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan di bab 4 dapat diambil kesimpulan :

1. Terdapat AAR yang positif dan signifikan yang terjadi pada hari ke-7 dan ke-3 sebelum hari pengumuman kemungkinan besar karena adanya kebocoran informasi sebelum hari pengumuman atau mungkin pasar mampu mengantisipasi sebelum pengumuman saham bonus. Selama periode uji juga ditemukan adanya CAAR positif dan signifikan pada hari ke-7 sebelum pengumuman hingga hari ke-8 setelah tanggal pengumuman. Pada periode ini investor akan mendapat keuntungan jika melakukan aksi beli dan jual secara harian. Pengumuman saham bonus mempengaruhi perubahan *return* saham pada periode pengujian.
2. Selama periode pengujian terdapat AAV positif yang signifikan pada hari ke-1 sebelum pengumuman hingga hari ke-1 setelah pengumuman dan hari ke-3 setelah pengumuman. Selama periode uji tidak terdapat CAAV yang positif dan signifikan. Investor aktif melakukan transaksi pada periode tersebut karena secara kumulatif masih mendapatkan keuntungan. Pengumuman saham bonus mempengaruhi perubahan volume perdagangan saham pada periode pengujian.
3. Hasil analisis *cross sectional* terhadap kumulatif *return* abnormal dengan metode regresi linier berganda menunjukkan hanya variabel PRECAR yang secara signifikan berpengaruh. Variabel lainnya BON, LEAKR, BETA, MKT dan SIZE tidak berpengaruh signifikan terhadap kumulatif *return* abnormal.
4. Untuk kumulatif volume perdagangan abnormal hasil analisis *cross sectional* dengan metode regresi linier berganda menunjukkan bahwa model regresi tidak dapat dipakai untuk memprediksi karena tidak ada pengaruh yang signifikan secara simultan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang mungkin akan mempengaruhi hasil penelitian yang diperoleh antara lain:

1. Jumlah perusahaan yang dapat dipilih untuk dijadikan sampel penelitian cukup sedikit sehingga menimbulkan masalah apakah penelitian ini mewakili reaksi pasar yang sebenarnya terjadi. Terbatasnya jumlah sampel yang dipilih karena banyaknya sampel yang melakukan aksi korporasi lain pada periode pengujian dan juga keterbatasan data yang didapat penulis.
2. Penelitian ini mengabaikan faktor-faktor lain seperti jenis perusahaan, faktor politik atau faktor eksternal lainnya yang mungkin akan mempengaruhi hasil penelitian.
3. Data saham perusahaan yang digunakan berasal dari berbagai sektor industri sehingga bisa terjadi bias terhadap hasil penelitian apakah reaksi tersebut mencerminkan semua perusahaan yang terdaftar di bursa atautkah reaksi yang terjadi pada satu sektor industri saja.
4. Hanya menggunakan satu model estimasi *return* abnormal yaitu *market model* sehingga hasil yang didapat tidak bisa diperbandingkan dengan model yang lain.

5.3 Saran

Penulis menyadari bahwa dalam karya akhir ini masih banyak terdapat kekurangan-kekurangan. Oleh karenanya untuk memperoleh hasil yang lebih baik pada penelitian mengenai saham bonus di masa yang akan datang, penulis mengajukan beberapa saran sebagai berikut:

1. Memperpanjang periode pengamatan. Dengan semakin panjangnya periode pengamatan maka akan semakin banyak jumlah perusahaan yang dapat dijadikan sampel penelitian dan secara statistik diharapkan memenuhi kecukupan sampel.
2. Melakukan pengujian terhadap sampel berdasarkan sektor industri dan memperhatikan faktor-faktor eksternal yang mungkin mempengaruhi hasil penelitian.
3. Digunakan model estimasi lain untuk menentukan *return* abnormal selain *market model* sehingga didapatkan hasil yang bisa diperbandingkan.

5.4 Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian ini disampaikan beberapa implikasi sebagai berikut:

1. Bagi Investor

- a. Pengumuman saham bonus merupakan peristiwa yang dapat memberikan *capital gain* dalam jangka pendek.
- b. Pergerakan saham pada periode estimasi dalam pengumuman saham bonus bisa dijadikan informasi untuk memprediksi *return* saham yang positif.

2. Bagi Emiten

Dalam rangka meningkatkan likuiditas sahamnya aksi korporasi pengumuman saham bonus merupakan sinyal yang baik bagi pasar. Sehingga dapat digunakan untuk meyakinkan investor akan prospek yang lebih baik di masa datang.



DAFTAR REFERENSI

- Aktas, Nihat, Eric de Bodt, & Jean-Gabriel Cousin. (2007). Event studies with a contaminated estimation period. *Journal of Corporate Finance*, 13, 129-145.
- Amihud, Yakov & Haim Mendelson. (May-June 1986). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42 (3), 43-48.
- Anoraga, Pandji, & Piji Pakarti. (2006). *Pengantar pasar modal* (edisi revisi). Jakarta: Rineka Cipta.
- Anwar, Jusuf. (2005). *Pasar modal sebagai sarana pembiayaan dan investasi*. Bandung: Alumni.
- Asquith, Paul, Paul Healy, & Krishna Palepu. (July 1989). Earnings and stock splits. *The Accounting Review*, 64 (3), 387-403.
- Baker, H. Kent & Richard B. Edelman. (Winter 1992). AMEX-to-NYSE transfers, market microstructure, and shareholder wealth. *Financial Management*, 21 (4), 60-72.
- Balachandran, Balasingham, & Sally Tanner. (October 2001). *Bonus share issues and announcement effect: Australian evidence*. Department of Accounting and Finance, Monash University, Australia. June 12, 2008. <http://www.papers.ssrn.com>
- Balachandran, Balasingham, Robert Faff, & Len Jong. (September 16, 2005). Announcement of bonus share options: Signalling of the quality firm. *Global Finance Journal* 16 (2005), 180-190.
- Balachandran, Balasingham, Robert Faff, & Sally Tanner. (August 26, 2004). Further evidence on the announcement effect of bonus shares in an imputation tax setting. *Global Finance Journal* 15 (2004), 147-170.
- Bamber, Linda Smith. (Spring, 1986). The information content of annual earnings releases: A trading volume approach. *Journal Accounting Research* 24 (1), 40-56.
- Barnes, Michelle L., & Shiguang Ma. (April, 2002). *The behaviour of China's stock price in response to the proposal and approval of bonus issues*. University of Adelaide. July 2, 2008. <http://www.papers.ssrn.com>
- Basir, Saleh, & Hendy M. Fakhruddin. (2005). *Aksi korporasi*. Jakarta: Salemba Empat.

- Bodie, Zvi, Alex Kane, & Alan J. Marcus. (2003). *Essentials of Investments* (5th ed.). New York: McGraw-Hill Companies.
- Brealey, Richard A., Stewart A. Myers, & Alan J. Marcus. (2006). *Fundamentals of Corporate Finance* (5th ed.). New York: McGraw-Hill Companies.
- Brown, Stephen J., & Jerold B Warner. (August 1984). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14 (1985), 3-31.
- Budiarto, Arif, & Zaki Baridwan. (Februari 1999). Pengaruh pengumuman right issue terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di bursa efek jakarta periode 1994-1996. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 2 (1), 91-116. Jakarta: Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik
- Chae, Joon. (February 2005). Trading volume, information asymmetry, and timing information. *The Journal of Finance*, 60 (1), 413-442.
- Copeland, Thomas E. (March 1979). Liquidity change following stock split. *The Journal of Finance*, 34 (1), 115-141.
- Cowan, Arnold R., & Anne M. A. Sergeant. (December 1996). Trading frequency and event study test specification. *Journal of Banking & Finance*, 20 (10), 1731-1757.
- Darmadji, Tjiptono, & Henry M. Fahkrudin. (2006). *Pasar modal di Indonesia* (edisi kedua). Jakarta: Salemba Empat.
- Datar, Vinay, Narayan Naik, & Robert Radcliffe. (1998). Liquidity and stock returns: An alternative test. *Journal of Financial Market*, 1 (1998), 203-219.
- Elfakhani, Said, & Trevor Lung. (2003). The effect of split announcements on Canadian stocks. *Global Finance Journal*, 14, 197-216.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Stephen J. Brown & William N. Goetzmann. (2007). *Modern portfolio theory and investment analysis* (7th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Fabozzi, Frank J., & Franco Modigliani. (2003). *Capital market: Institutions and instruments* (3rd ed.). New Jersey: Pearson Education International.
- Fama, Eugene F. (May 1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Fama, Eugene F. (December 1991). Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, 46 (5), 1575-1617.

- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, & Richard Roll. (February 1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10 (1), 1-21.
- Foster, III, Taylor W., & Don Vickrey. (April 1978). The information content of stock dividend announcements. *The Accounting Review*, 53 (2), 360-370.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Undip
- Grinblatt, Mark S., Ronald W. Masulis & Sheridan Titman. (July 1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), 461-490.
- Guo, Fang, Kaiguo Zhou, & Jinghan Cai. (February 2008). Stock splits, liquidity, and information asymmetry: An empirical study on Tokyo Stock Exchange. *J. Japanese Int. Economics*, 22, 417-438.
- Han, Ki C. (March 1995). The effects of reverse splits on the liquidity of the stock. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (1), 159 -169.
- Hartono, Jogyanto. (2003). *Teori portofolio dan analisis investasi (edisi ketiga)*. Yogyakarta: BPFE.
- Higgins, Eric James, & David R. Peterson. (Winter 1998). The power of one and two sample t-statistic given event-induced variance increases and nonnormal stock returns: A comparative study. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 37 (1), 27-49.
- Historical price. (n.d.). February 9, 2009.
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EJKSE>
- Husnan, Suad. (2003). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas (edisi ketiga)*. Yogyakarta: UPP-AMPYKPN.
- Informasi saham bonus. (n.d.). February 9, 2009.
<http://202.155.2.90/dl.asp?cmd=dl&id=14&TODIR=&CURDIR=/Corporate Actions/New Info JSX/Jenis Informasi/82 Informasi%20Saham%20Bonus/>
- Institute for Economic and Financial Research. (2000). *Indonesian capital market directory 2000 (11th ed.)*. Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2001). *Indonesian capital market directory 2001 (12th ed.)*. Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2002). *Indonesian capital market directory 2002 (13th ed.)*. Jakarta: ECFIN.

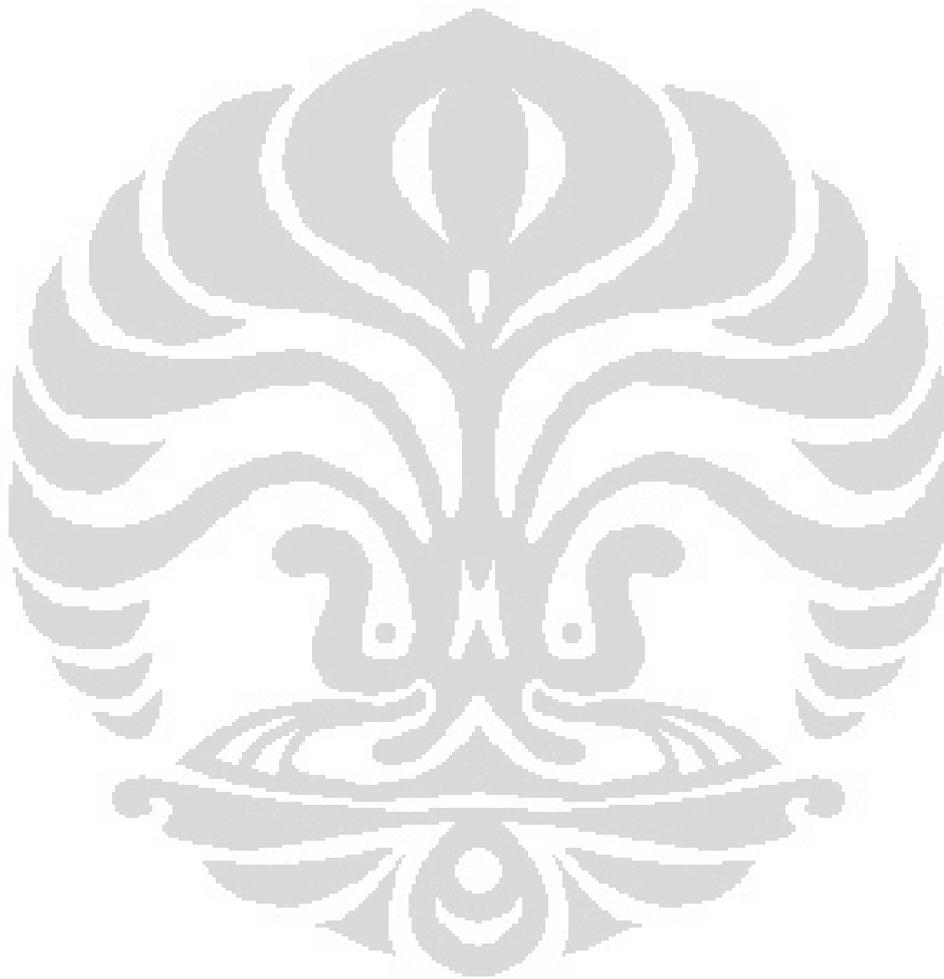
- Institute for Economic and Financial Research. (2003). *Indonesian capital market directory 2003* (14th ed.). Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2004). *Indonesian capital market directory 2004* (15th ed.). Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2005). *Indonesian capital market directory 2005* (16th ed.). Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2006). *Indonesian capital market directory 2006* (17th ed.). Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2007). *Indonesian capital market directory 2007* (18th ed.). Jakarta: ECFIN.
- Institute for Economic and Financial Research. (2008). *Indonesian capital market directory 2008* (19th ed.). Jakarta: ECFIN.
- Jadwal CA keseluruhan 2001-2007. (n.d.). February 9, 2009.
<http://www.ksei.co.id/content.asp?id=10&bhs=I>
- Jun, Sang-Gyung, Achla Marathe, & Hany A. Shawky. (December 2002). Liquidity and stock returns in emerging equity markets. *Emerging Markets Review*, 4 (2003), 1-24.
- Kavussanos, Manolis G., & Anna Tsounia. (2006). *Issue of debt announcement, abnormal return, abnormal trading volume, insider trading activity, and information asymmetry in the London and Athens Stock Exchange*. Athens University of Economics and Business. March 11, 2009.
<http://www.aueb.gr/conferences/Crete2007/PhD%20papers/Tsounia.pdf>.
- Keown, Arthur J., & John M. Pinkerton. (September 1981). Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 36 (4), 855-869.
- Keown, Arthur J., David F. Scott, Jr., John D. Martin, & J. William Petty. (2002). *Financial management: Principles and applications* (9th ed.). New Jersey: Pearson Education.
- Lakonishok, Josef, & Baruch Lev. (September 1987). Stock splits and stock dividends: Why, who, and when. *The Journal of Finance*, 42 (4), 913-932.
- Lamoureux, Christopher G., & Percy Poon. (December 1987). The market reaction to stock splits. *The Journal of Finance*, 42 (5), 1347-1370.
- Landsman, Wayne R., & Edward L. Maydew. (June 2002). Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?. *Journal of Accounting Research*, 40 (3), 797-808.

- Lukose, Jijo, & S. Narayan Rao. (December 2002). *Does bonus issue signal superior profitability? A study of the BSE listed firms*. Shailesh J Mehta School of Management, Indian Institute of Technology Bombay, India. June 12, 2008. <http://www.papers.ssrn.com>
- Masse, Isidore, J. R. Hanrahan, & Joseph Kushner. (Autumn 1997). The effect of Canadian stock splits, stock dividends, and reverse splits on the value of the firm. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 36 (4), 51-62.
- Menichols, Maureen & Ajay Dravid. (July 1990). Stock dividends, stock splits, and signalling. *The Journal of Finance*, 45 (3), 857-879.
- Meulbroek, Lisa K. (December 1992). An empirical analysis of illegal insider trading. *The Journal of Finance*, 47 (5), 1661-1699.
- Mishra, Asum K. (2005). *Empirical analysis of market reaction around the bonus issues in India*. Indian Institute of management. October 30, 2008. <http://www.papers.ssrn.com>
- Morse, Dale. (December 1980). Asymmetrical information in securities markets and trading Volume. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 15 (5), 1129-1148.
- Morse, Dale. (Autumn 1981). Price and trading volume reaction surrounding earnings announcements: A closer examination. *Journal of Accounting Research*, 19 (2), 374-383.
- Muscarella, Chris J., & Michael R. Vetsuypens. (December 1995). Stock splits: Signaling or liquidity? the case of ADR 'solo-splits'. *Journal of Financial Economics*, 42 (1996), 3-26.
- Olibe, Kingsley O. (2002). The information content of annual general meetings: a price and trading volume analysis. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 11, 19-37.
- Peraturan pasar modal. (n.d.). February 9, 2009. http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/regulasi_pm/peraturan_pm/index.htm#emiten
- Peterson, Pamela P. (Summer 1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28 (3), 36-66.
- Putra, Gatot Arya. (2000). IHSG adalah indeks nilai bukan indeks harga. *Jurnal Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT. Mitracon info
- Rankine, Graeme, & Earl K. Sice. (June 1992). The market reaction to the choice of accounting method for stock split and large stock dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (2), 161-182.

- Rose, Peter S. (2006). *Money and capital markets* (9th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, & Jeffrey Jaffe. (2005). *Corporate Finance* (7th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Sanders, Jr, Ralph W., & John S. Zdanowicz. (March 1992). Target firm abnormal returns and trading volume around the initiation of change in control transactions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (1), 109-129.
- Schneible, Jr, Richard A., & Douglas E. Stevens. (April 18, 2008). *The changing nature of trading volume reactions to earnings announcements: Further evidence of an increase in pre-announcement private information*. Texas Christian University & Florida State University. March 12, 2009. <http://www.papers.ssm.com>
- Setyawasih, Rianti. 2004. Uji Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Analisis Shareholder Wealth dan Determinan Abnormal Return. *Makalah*. Bekasi : Universitas Islam "45".
- Statistik Pasar Modal. (n.d.). February 9, 2009. http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/statistik_pm
- Stickel, Scott E. (March 1991). The ex-dividend behavior of nonconvertible preferred stock returns and trading volume. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26 (1), 45-61.
- Strong, Norman. (June 1992). Modelling abnormal returns: A review article. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (4), 533-553. March 10, 2009. Norman.strong@mbs.ac.uk.
- Sudarmanto, R. Gunawan. (2005). *Analisis regresi linier ganda dengan SPSS*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Supranto, J. (2004). *Statistik pasar modal keuangan dan perbankan*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Transaksi harian. (n.d.). February 9, 2009. <http://202.155.2.90/download.asp?cmd=dl&id=7>
- Umar, Amiruddin, Harriette Arlita Tiarasari, & Amalia Rizki. (Mei 2003). Reaksi harga saham terhadap publikasi dividen kasus di BEJ periode 1997-2001. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, 3 (2), 109-130. Jakarta: Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia

Usman, Marzuki, Siggih Riphahat, & Syahrir Ika. (1997). *Pengetahuan dasar pasar modal*. Jakarta: Institut Bankir Indonesia

Woolridge, J. Randall. (December 1983). Dividend changes and security prices. *The Journal of Finance*, 38 (5), 1607-1615.



Lampiran 1: Sampel Penelitian

| No. | Nama | Kode | Sektor Industri | Tanggal Pengumuman |
|-----|-----------------------------------|------|--------------------------|--------------------|
| 1 | PT Metrodata Electronics Tbk | MTDL | Aneka industri | 13-Jan-00 |
| 2 | PT Fajar Surya Wisesa Tbk | FASW | Industri dasar dan kimia | 23-Feb-00 |
| 3 | PT United Tractor Tbk | UNTR | Aneka industri | 8-May-00 |
| 4 | PT Dankos Laboratories Tbk | DNKS | Industri barang konsumsi | 30-Jun-00 |
| 5 | PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk | DPNS | Industri dasar dan kimia | 11-Aug-00 |
| 6 | PT Asuransi Bintang Tbk | ASBI | Keuangan | 08-Sep-00 |
| 7 | PT Siantar TOP Tbk | STTP | Industri barang konsumsi | 05-Oct-00 |
| 8 | PT Langgeng Makmur Plastic I Tbk | LMPI | Industri dasar dan kimia | 19-Oct-00 |
| 9 | PT Kalbe Farma Tbk | KLBF | Industri barang konsumsi | 20-Oct-00 |
| 10 | PT Ciputra Development Tbk | CTRA | Properti dan real estate | 24-Oct-00 |
| 11 | PT Jaya Pari Steel Tbk | JPRS | Industri dasar dan kimia | 16-Nov-00 |
| 12 | PT Bentoel International Inv. Tbk | RMBA | Industri barang konsumsi | 18-Dec-00 |
| 13 | PT SMART Tbk | SMAR | Industri barang konsumsi | 10-Jan-01 |
| 14 | PT Trafindo Perkasa Tbk | TRPK | Industri dasar dan kimia | 26-Jan-01 |
| 15 | PT Metrodata Electronics Tbk | MTDL | Aneka industri | 29-Oct-01 |
| 16 | PT Davomas Abadi Tbk | DAVO | Industri barang konsumsi | 22-May-02 |
| 17 | PT Aneka Tambang (Persero) Tbk | ANTM | Pertambangan | 24-Jun-02 |
| 18 | PT Cipta Panelutama Tbk | CITA | Aneka industri | 15-Jan-03 |
| 19 | PT Great River international Tbk | GRIV | Aneka industri | 04-Dec-03 |
| 20 | PT Limas Centric Indonesia Tbk | LMAS | Aneka industri | 01-Jul-04 |
| 21 | PT Global Mediacom Tbk | BMTR | Aneka industri | 21-Jun-06 |
| 22 | PT Plaza Indonesia Realty Tbk | PLIN | Properti dan real estate | 16-Nov-06 |
| 23 | PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk | DPNS | Industri dasar dan kimia | 22-Jun-07 |
| 24 | PT Duta Anggada Realty Tbk | DART | Properti dan real estate | 05-Jul-07 |
| 25 | PT Pakuwon Jati Tbk | PWON | Properti dan real estate | 01-Jul-08 |
| 26 | PT Asuransi Ramayana Tbk | ASRM | Keuangan | 29-Aug-08 |

Lampiran 2: Rasio Bonus dan Nilai Kapitalisasi Pasar Sampel

| No. | Kode | Tanggal Distribusi | Rasio Bonus | Nilai Kapitalisasi Pasar (dalam Rp.) |
|-----|------|--------------------|-------------|--------------------------------------|
| 1 | MTDL | 18-Feb-00 | 1,4000 | 688.741.783.500,00 |
| 2 | FASW | 29-Mar-00 | 3,6667 | 557.524.977.075,00 |
| 3 | UNTR | 26-Jun-00 | 2,8000 | 952.200.000.000,00 |
| 4 | DNKS | 09-Aug-00 | 1,4000 | 829.237.500.000,00 |
| 5 | DPNS | 31-Oct-00 | 1,2000 | 146.936.790.000,00 |
| 6 | ASBI | 01-Nov-00 | 3,5000 | 37.950.000.000,00 |
| 7 | STTP | 05-Dec-00 | 2,6000 | 375.250.000.000,00 |
| 8 | LMPI | 20-Dec-00 | 1,2000 | 102.235.200.000,00 |
| 9 | KLBF | 06-Dec-00 | 1,8800 | 2.430.000.000.000,00 |
| 10 | CTRA | 04-Dec-00 | 2,1500 | 450.000.000.000,00 |
| 11 | JPRS | 22-Dec-00 | 2,0000 | 35.625.000.000,00 |
| 12 | RMBA | 31-Jan-01 | 3,0000 | 2.872.800.000.000,00 |
| 13 | SMAR | 14-Feb-01 | 1,1800 | 705.600.000.000,00 |
| 14 | TRPK | 02-Mar-01 | 1,0625 | 17.820.000.000,00 |
| 15 | MTDL | 04-Dec-01 | 3,0000 | 308.737.396.815,00 |
| 16 | DAVO | 26-Jun-02 | 2,6000 | 250.459.555.500,00 |
| 17 | ANTM | 30-Jul-02 | 1,5500 | 984.615.200.000,00 |
| 18 | CITA | 21-Feb-03 | 1,2000 | 156.033.800.000,00 |
| 19 | GRIV | 15-Jan-04 | 2,4000 | 213.444.000.000,00 |
| 20 | LMAS | 09-Aug-04 | 1,1000 | 843.180.660.000,00 |
| 21 | BMTR | 26-Jul-06 | 2,0000 | 4.221.100.183.125,00 |
| 22 | PLIN | 16-Nov-06 | 2,0290 | 1.966.500.000.000,00 |
| 23 | DPNS | 12-Jul-07 | 1,0741 | 154.146.702.000,00 |
| 24 | DART | 10-Aug-07 | 2,0000 | 858.417.288.600,00 |
| 25 | PWON | 07-Aug-08 | 1,3000 | 3.858.942.500.000,00 |
| 26 | ASRM | 29-Sep-08 | 1,4000 | 60.419.980.920,00 |

Lampiran 3: Proporsi Kepemilikan Saham

| No. | Nama | Pemilik | % saham |
|-----|----------------------------------|---|--|
| 1 | PT Metrodata Electronics Tbk | Ochkhm Cay Holding Ltd. Drs Boediman Kusika Ir. Lesan Limanardja PT Secma Apratima Ir. Soekrisman Ismail Sofyan Budi Brasali H. Subabgdja Prawata Publik | 16.21% 7.42% 6.49% 5.33% 3.76% 3.76% 3.76% 2.60% 50.67% |
| 2 | PT Fajar Surya Wisesa | PT Intercipa Sempana PT Intratata Usaha Mandiri PT Garama Dhananjaya PT Tatacita Swadaya Abadi Publik | 52.40% 17.50% 5.80% 2.00% 22.30% |
| 3 | PT United Tractor Tbk | PT Astra International Somers Nominees BBH Boston Norbax Inc. HSBC Publik | 49.95% 7.11% 5.06% 2.53% 35.35% |
| 4 | PT Dankos Laboratories Tbk | PT Kalbe Farma Tbk Publik | 71.46% 28.54% |
| 5 | PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk | PT Duta Permana Makmur Philippe Debricki Siang Hadi Widjaja Budi Satria Sanusi Cooperative Publik | 49.67% 6.70% 0.33% 0.14% 1.00% 35.70% |
| 6 | PT Asuransi Bintang Tbk | PT Srihano Utama PT Ngrumat Bondo Utomo Dana Harta Keluarga Yayasan Kesejahteraan Bintang Publik | 30.44% 19.20% 7.42% 6.15% 36.79% |
| 7 | PT Siantar TOP Tbk | PT Shindo Tiara Tunggal The HSBC Private Shindo Sumidomo Goh Sugiharto Sri Ayudha Publik | 64.05% 5.42% 2.11% 0.65% 0.28% 27.49% |
| 8 | PT Langgeng Makmur Plastic I Tbk | PT Langgeng PurnalBahagia Sandjojo Alim Hidayat Alim Publik | 69.43% 0.04% 0.02% 30.51% |
| 9 | PT Kalbe Farma Tbk | PT Enseval Publik | 52.30% 47.70% |
| 10 | PT Ciputra Development Tbk | PT Sang Pelopor PT Ciputra Corporation Publik | 51.00% 10.00% 39.00% |

| | | | |
|----|-----------------------------------|--|---|
| 11 | PT Jaya Pari Steel Tbk | Njoo Hari Sunyoto G.M Iron & Steel Ltd. Jonathan Stevensons S. Asean Ferro Trading Co. Ltd. Gwie Gunawan Publik | 19.94% 17.22% 15.50% 11.08% 15.53% 20.73% |
| 12 | PT Bentoel International Inv. Tbk | ABN Amro Singapore Ltd. PT Bhakti Investama Tbk Publik | 10.70% 9.30% 80.00% |
| 13 | PT SMART Tbk | PT Purimas Sasmita Publik | 51.00% 49.00% |
| 14 | PT Trafindo Perkasa Tbk | Sullington Holdings Limited Batavia Holdings Pte., Ltd. Ockendon Finance Limited Ku Kuan Yan Hoentoro Hadiwidjojo Drs. Indra Sandjojo Ir. Suryono Limputra Publik | 19.32% 17.04% 14.64% 11.47% 5.90% 5.86% 5.79% 19.98% |
| 15 | PT Metrodata Electronics Tbk | Ochkhams Cay Holding Ltd. Ir. Soekrisman Ir. Ismail Sofyan Ir. Budi Brasali H. Subagdjaja Prawata Publik | 9.92% 3.07% 3.07% 3.07% 2.12% 78.75% |
| 16 | PT Davomas Abadi Tbk | Hassock Enterprises Ltd PT Multiprima Perkasa Caterpillar Associates Ltd Krigler Holding Ltd Polar Cap Investments Ltd PT Sheriatama Raya Catnera International Ltd Templeton Assets Ltd Publik | 24.30% 20.58% 12.03% 8.13% 6.39% 6.33% 5.81% 5.81% 10.62% |
| 17 | PT Aneka Tambang (Persero) Tbk | Indonesia Government Publik | 65.00% 35.00% |
| 18 | PT Cipta Panelutama Tbk | PT Suryaputra Inti Mulia Amir Surjaputra Publik | 74.67% 0.31% 25.02% |
| 19 | PT Great River international Tbk | PT Centrapermata Karya Publik Foreign Domestic | 51.11% 23.41% 25.48% |
| 20 | PT Limas Centric Indonesia Tbk | Cantalaup Assel Ltd HSBC-Fund Services Clients PT Limas Tunggal Publik | 57.33% 14.81% 0.43% 27.43% |
| 21 | PT Global Mediacom Tbk | PT Bhakti Investama Tbk PT Asriland UBS AG, Singapore Astoria Developments Ltd PT Rizki Bukit Abadi PT Matra Teguh Abadi Publik | 41.39% 13.08% 10.87% 5.49% 4.14% 0.78% 24.25% |

| | | | |
|----|-------------------------------|--|---|
| 22 | PT Plaza Indonesia Realty Tbk | Bimantara Citra Tbk PT Paraga Artamida UBS AG, Singapore UOB Kay Hian Pte., Ltd. Coutts Bank Von Ernst Ltd. CGMI 1 Client Segregated Secs. PT Danaswara Utama PT Agung Ometraco Muda Publik | 18.31% 17.62% 14.68% 9.95% 9.27% 6.37% 4.46% 0.36% 18.98% |
| 23 | PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk | PT Duta Permana Makmur DBS Vickers (Hongkong) Merril Lynch Budi Satria Sanusi Siang Hadi Widjaja Budi Rachmat Kharli Publik | 49.67% 12.55% 6.29% 1.07% 0.74% 0.09% 29.59% |
| 24 | PT Duta Anggada Realty Tbk | Quay Capital Ltd. Pacific Star Fundamental Ltd Focus Ventures Private Ltd Prime Square Ltd. PT Duta Anggada Panin Capital PT Hayam Wuruk Sakti PT Gunung Sewu Kencana Development Properties Ltd. Marco Polo Capital Ltd. Cooperative PT Wahanamulya k mandiri PT Gunung Sewu Sakti Publik | 20.03% 13.09% 11.22% 9.35% 6.82% 3.74% 3.73% 3.26% 3.18% 0.94% 0.31% 0.25% 0.12% 23.96% |
| 25 | PT Pakuwon Jati Tbk | BSL Investment Inc. Burgami Investment Ltd. PT Pakuwon Arthaniaga Concord Media Investment Raylight Investments Limited Sino Connect Investments Oakhill Capital Limited PT Pakuwon Trijaya Alexander Tedja Publik | 22.15% 20.90% 15.15% 7.39% 7.15% 6.59% 5.12% 1.64% 0.02% 13.89% |
| 26 | PT Asuransi Ramayana Tbk | Syahril, SE Aloysius Winoto Doeriat PT Ragam Venturindo Wirastuti Puntaraksma Korean Reinsurance Co. Publik | 21.69% 21.30% 13.88% 11.39% 10.00% 21.74% |

Lampiran 4: Distribusi *Return* Sampel

| Hari ke- | Return saham | | | | | | |
|----------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Min. | 25 Pct | Median | Mean | 75 Pct | Max. | S.D. |
| -10 | -2,55% | 0,00% | 0,00% | 1,08% | 1,81% | 16,86% | 3,57% |
| -9 | -11,33% | 0,00% | 0,00% | 1,11% | 1,31% | 23,44% | 5,95% |
| -8 | -8,09% | -1,47% | 0,00% | -0,28% | 0,00% | 10,01% | 3,16% |
| -7 | -3,13% | 0,00% | 0,00% | 2,57% | 4,35% | 18,59% | 4,53% |
| -6 | -17,52% | 0,00% | 0,00% | 0,06% | 2,14% | 5,99% | 4,35% |
| -5 | -4,88% | -1,27% | 0,00% | 1,02% | 0,00% | 28,06% | 6,81% |
| -4 | -4,80% | 0,00% | 0,00% | 0,19% | 0,00% | 12,01% | 3,32% |
| -3 | -5,13% | 0,00% | 0,28% | 2,16% | 2,50% | 17,28% | 4,71% |
| -2 | -9,10% | -1,80% | 0,00% | -0,03% | 1,74% | 13,35% | 4,80% |
| -1 | -3,89% | -0,39% | 0,00% | 0,99% | 1,82% | 16,43% | 3,72% |
| 0 | -21,13% | 0,00% | 0,00% | -0,16% | 1,55% | 7,76% | 5,51% |
| 1 | -9,24% | -3,84% | 0,00% | -0,27% | 0,72% | 16,83% | 5,55% |
| 2 | -4,88% | 0,00% | 0,00% | 0,52% | 1,04% | 12,14% | 3,13% |
| 3 | -8,00% | -1,52% | 0,00% | 0,50% | 0,00% | 10,68% | 4,26% |
| 4 | -9,14% | -4,06% | 0,00% | -1,38% | 0,00% | 8,59% | 3,54% |
| 5 | -8,39% | -3,43% | 0,00% | -0,87% | 0,00% | 10,11% | 4,02% |
| 6 | -6,90% | 0,00% | 0,00% | -0,24% | 0,00% | 6,90% | 2,41% |
| 7 | -3,64% | 0,00% | 0,00% | 0,34% | 1,16% | 4,88% | 2,16% |
| 8 | -6,14% | 0,00% | 0,00% | 0,98% | 2,26% | 6,25% | 2,39% |
| 9 | -109,86% | 0,00% | 0,00% | -4,43% | 0,00% | 3,88% | 21,57% |
| 10 | -32,09% | -0,28% | 0,00% | -1,45% | 0,00% | 4,08% | 6,49% |

Lampiran 5: Distribusi Volume Perdagangan Sampel

| Hari ke- | Volume perdagangan saham harian | | | | | | |
|----------|---------------------------------|--------|---------|-----------|-----------|------------|------------|
| | Min. | 25 Pct | Median | Mean | 75 Pct | Max. | S.D. |
| -10 | 0 | 0 | 145.000 | 1.350.000 | 747.000 | 14.945.000 | 4.299.743 |
| -9 | 0 | 375 | 80.250 | 2.636.981 | 494.250 | 38.811.500 | 8.503.601 |
| -8 | 0 | 0 | 44.250 | 1.530.731 | 334.625 | 21.167.000 | 4.508.584 |
| -7 | 0 | 0 | 75.250 | 3.086.577 | 1.557.250 | 22.734.500 | 6.774.907 |
| -6 | 0 | 0 | 17.000 | 1.466.462 | 1.058.250 | 18.546.500 | 4.088.272 |
| -5 | 0 | 0 | 60.000 | 1.893.519 | 770.500 | 24.521.000 | 6.037.527 |
| -4 | 0 | 375 | 92.000 | 3.600.750 | 820.875 | 67.259.000 | 13.969.140 |
| -3 | 0 | 1.000 | 73.500 | 3.531.654 | 620.000 | 61.900.500 | 12.428.750 |
| -2 | 0 | 0 | 73.000 | 2.809.019 | 476.000 | 52.626.000 | 10.493.913 |
| -1 | 0 | 6.500 | 147.000 | 3.746.077 | 1.385.500 | 43.023.500 | 10.207.549 |
| 0 | 0 | 15.125 | 118.250 | 4.427.885 | 850.125 | 72.930.500 | 14.731.451 |
| 1 | 0 | 9.125 | 79.250 | 2.053.538 | 645.375 | 17.663.000 | 4.580.831 |
| 2 | 0 | 3.000 | 24.500 | 1.944.788 | 645.000 | 29.296.500 | 6.113.858 |
| 3 | 0 | 0 | 108.500 | 1.198.827 | 987.500 | 12.278.000 | 2.794.934 |
| 4 | 0 | 0 | 29.500 | 2.226.096 | 265.500 | 27.251.000 | 6.221.140 |
| 5 | 0 | 10.000 | 28.500 | 1.289.538 | 630.500 | 15.579.500 | 3.568.990 |
| 6 | 0 | 0 | 12.000 | 880.404 | 421.500 | 6.602.500 | 1.845.227 |
| 7 | 0 | 0 | 68.500 | 791.423 | 622.500 | 6.941.000 | 1.673.622 |
| 8 | 0 | 0 | 31.000 | 1.788.404 | 439.000 | 23.517.500 | 5.478.208 |
| 9 | 0 | 0 | 28.750 | 1.122.019 | 707.875 | 12.719.500 | 2.803.307 |
| 10 | 0 | 0 | 42.500 | 1.279.154 | 1.309.625 | 18.517.500 | 4.026.534 |

Lampiran 6: *Return Abnormal Sampel*

| t | MTDL | FASW | UNTR | DNKS | DPNS | ASBI | SITP | LMPI | KLEF |
|-----|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| -10 | 1,24% | -2,45% | -2,62% | 0,59% | 2,50% | -0,08% | 0,18% | 16,21% | -1,94% |
| -9 | 22,30% | -2,09% | -0,27% | 0,95% | 1,17% | -1,18% | -11,24% | 10,49% | 2,73% |
| -8 | -1,73% | 1,65% | 0,82% | 3,00% | 0,52% | -4,22% | 0,23% | 3,09% | -0,09% |
| -7 | 4,13% | 4,79% | 3,00% | 7,02% | 1,14% | 10,15% | 0,21% | 3,79% | 0,27% |
| -6 | 2,34% | 4,71% | -1,58% | -5,01% | 2,12% | -0,11% | 0,18% | -2,62% | 1,17% |
| -5 | 26,57% | 1,62% | -0,16% | -0,53% | 0,32% | -0,58% | 18,14% | -0,51% | 0,17% |
| -4 | 12,61% | 4,44% | -0,73% | -1,40% | 0,70% | -4,71% | 0,59% | -4,46% | 0,01% |
| -3 | 16,38% | 3,03% | 2,71% | 1,41% | 1,55% | 2,00% | 15,71% | 1,24% | 0,59% |
| -2 | 3,13% | -0,16% | -1,28% | -2,45% | -0,70% | -1,67% | 0,16% | 6,60% | 3,24% |
| -1 | -4,04% | 0,56% | 1,73% | 1,89% | 0,91% | -0,64% | 0,11% | 2,24% | -1,42% |
| 0 | -21,62% | 2,61% | -0,76% | -0,86% | -2,61% | 0,16% | -5,64% | -5,30% | 2,35% |
| 1 | -9,63% | -2,51% | -0,43% | -3,09% | 1,47% | 1,43% | 14,29% | -2,39% | -3,21% |
| 2 | 11,14% | 0,64% | -0,68% | 1,14% | 0,51% | -1,98% | 2,73% | 0,83% | -0,21% |
| 3 | -1,53% | -3,73% | -0,87% | -1,06% | -1,80% | -0,14% | -7,83% | -4,81% | 1,30% |
| 4 | -8,16% | -0,25% | -0,49% | -0,98% | 2,12% | -8,47% | 0,19% | 1,14% | 0,73% |
| 5 | 9,01% | 0,50% | 0,38% | -0,92% | 0,70% | -0,03% | -2,66% | 0,73% | -2,04% |
| 6 | -2,10% | -3,66% | -1,33% | 1,46% | -0,31% | 6,77% | 0,19% | -5,12% | -0,23% |
| 7 | -2,02% | -2,61% | -0,99% | 3,10% | -2,04% | -0,11% | 0,23% | 0,05% | 3,27% |
| 8 | 1,89% | 2,91% | 0,51% | 4,02% | 5,08% | -0,96% | 0,27% | 3,03% | 0,49% |
| 9 | -0,10% | -112,3% | 1,00% | 0,24% | -0,58% | -6,18% | 0,17% | 0,56% | -0,40% |
| 10 | -32,57% | -4,27% | -0,08% | 0,37% | -5,16% | -0,09% | 0,25% | -0,06% | 2,73% |

(lanjutan)

| t | CTRA | JPRS | RMBA | SMAR | TRPK | MTDL | DAVO | ANTM | CITA |
|-----|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -10 | 0,40% | 1,78% | 2,78% | 0,33% | -0,48% | -0,67% | -0,85% | 2,49% | 3,92% |
| -9 | 0,21% | -6,82% | 6,84% | 0,09% | 0,69% | 1,27% | 3,92% | 1,20% | 0,46% |
| -8 | -0,98% | -1,45% | -8,46% | 0,34% | 10,46% | -1,61% | -3,07% | -3,17% | 0,03% |
| -7 | -2,95% | -1,51% | 4,85% | 18,98% | -0,08% | 6,28% | 1,87% | 1,67% | 0,27% |
| -6 | -0,21% | -1,32% | 5,92% | -17,57% | 0,23% | -1,55% | 4,22% | -0,74% | 0,10% |
| -5 | 0,96% | 1,02% | -2,29% | 0,05% | -0,74% | -1,66% | -4,01% | -1,98% | 0,15% |
| -4 | 0,40% | -4,71% | 1,67% | 0,57% | 0,94% | -0,07% | 2,44% | 0,65% | -0,23% |
| -3 | -0,42% | 0,70% | -6,23% | -1,29% | -0,35% | 0,36% | -0,12% | 6,69% | -0,13% |
| -2 | -1,19% | -0,57% | 3,57% | -8,96% | 13,52% | -3,06% | -7,70% | -5,30% | 0,09% |
| -1 | -1,16% | 1,58% | -1,93% | -2,12% | 0,01% | -2,62% | 0,69% | 2,61% | -0,36% |
| 0 | 7,79% | 0,33% | 8,35% | -4,54% | -0,07% | 1,57% | 3,60% | -3,05% | 0,03% |
| 1 | -3,98% | 15,72% | 1,06% | -8,11% | -0,58% | 1,74% | -2,62% | 0,25% | 0,25% |
| 2 | -2,79% | -1,35% | -3,78% | 0,14% | 0,48% | 2,20% | -0,50% | -0,05% | -0,16% |
| 3 | -0,69% | 10,76% | 4,98% | 0,60% | 1,36% | 2,66% | 8,42% | -0,55% | -0,10% |
| 4 | 1,65% | -1,58% | -5,01% | 0,51% | 0,71% | 8,63% | -4,53% | -4,09% | -0,04% |
| 5 | 2,92% | -0,54% | -3,48% | 4,38% | 3,02% | -2,04% | -6,28% | -0,26% | -0,03% |
| 6 | 0,30% | -0,25% | 4,34% | 0,42% | 0,94% | 1,12% | -0,13% | -0,95% | -0,05% |
| 7 | 1,51% | 0,61% | -1,85% | 0,03% | -1,24% | -3,82% | -1,63% | -1,52% | 0,03% |
| 8 | -0,39% | 0,93% | 2,02% | 0,70% | -0,83% | 0,81% | 1,94% | 0,66% | 0,35% |
| 9 | 2,61% | 0,30% | 4,78% | 0,19% | -0,52% | 0,27% | 1,49% | -0,68% | -0,07% |
| 10 | 1,14% | -1,04% | 0,28% | 0,40% | -1,88% | -0,84% | -0,06% | 3,59% | 0,10% |

(lanjutan)

| t | GRIV | LMAS | BMTR | PLIN | DPNS | DART | PWON | ASRM |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -10 | 0,10% | 0,50% | 0,49% | -0,40% | -0,31% | 0,08% | -0,82% | 0,04% |
| -9 | 0,08% | 0,50% | 0,80% | -0,38% | 0,34% | 0,81% | -3,04% | -0,33% |
| -8 | -4,03% | 0,53% | -0,66% | -0,41% | 0,29% | 1,93% | -0,59% | -0,46% |
| -7 | 0,04% | 0,55% | -0,01% | -0,39% | -0,13% | -0,41% | -0,06% | -0,05% |
| -6 | 4,16% | 0,59% | -3,00% | -0,36% | 5,07% | -0,09% | 2,20% | -0,10% |
| -5 | -4,15% | 0,60% | 1,23% | -0,39% | 0,18% | -0,87% | -2,11% | -0,03% |
| -4 | 3,87% | 0,60% | -0,18% | -0,38% | 5,83% | -6,36% | -0,68% | -0,17% |
| -3 | 3,69% | 0,55% | 1,13% | -0,34% | 0,21% | 0,64% | 1,21% | -0,32% |
| -2 | 7,34% | -4,10% | -2,19% | -0,41% | 0,24% | 0,95% | -0,96% | -0,08% |
| -1 | 16,25% | 5,25% | 1,17% | -0,37% | -0,02% | 2,71% | 0,80% | -0,13% |
| 0 | 0,05% | 0,53% | -1,22% | -0,37% | 7,55% | 2,82% | 1,88% | -0,09% |
| 1 | 0,06% | 0,62% | -0,22% | -0,38% | 2,10% | -0,64% | -0,11% | -0,22% |
| 2 | -0,17% | 4,99% | 2,61% | -0,39% | 1,08% | -1,36% | 1,33% | -0,24% |
| 3 | -3,02% | 0,66% | 9,17% | -0,37% | -0,20% | -0,86% | 1,92% | -0,45% |
| 4 | -3,20% | -3,88% | -5,66% | -0,40% | -0,05% | 0,07% | 0,48% | -0,44% |
| 5 | 3,05% | 0,48% | -8,18% | 4,51% | -8,03% | -0,88% | -2,37% | -0,52% |
| 6 | -0,06% | 0,55% | -0,09% | -0,39% | 0,32% | -2,17% | -0,53% | -0,12% |
| 7 | -3,20% | 0,53% | 4,20% | -0,39% | 0,26% | 0,36% | 2,26% | -0,68% |
| 8 | 6,28% | 0,54% | -6,49% | -0,33% | 0,13% | -1,04% | 5,14% | -0,67% |
| 9 | -3,05% | 0,48% | -0,22% | -0,40% | 0,28% | -0,04% | -0,88% | -0,30% |
| 10 | -3,33% | 0,55% | 0,20% | -0,38% | 0,12% | -3,20% | 0,68% | -0,64% |

Lampiran 7: Volume Perdagangan Abnormal Sampel

| t | MTDL | FASW | UNTR | DNKS | DPNS | ASBI | STTP | LMPI | KLBF |
|-----|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| -10 | 534.3% | -207.7% | -72.5% | 23.5% | -697.8% | -607.7% | -82.9% | 745.0% | 122.5% |
| -9 | 475.6% | -138.7% | -130.3% | 127.2% | 178.0% | 347.9% | -68.1% | 868.1% | 41.3% |
| -8 | 402.0% | -164.8% | -158.6% | 188.8% | 157.6% | 98.2% | -125.7% | 918.6% | -116.7% |
| -7 | 359.2% | 2.4% | -236.3% | -1278.7% | 347.5% | 365.8% | -133.6% | 951.0% | 49.8% |
| -6 | 491.2% | 53.7% | -163.1% | -1236.6% | 516.2% | -620.9% | -128.2% | 865.0% | 26.4% |
| -5 | 593.9% | -17.6% | -139.5% | -1249.3% | 365.7% | 388.0% | -168.9% | 819.4% | 65.3% |
| -4 | 583.7% | 69.2% | -73.2% | -1299.1% | 461.2% | 495.5% | -181.7% | 782.0% | 93.7% |
| -3 | 566.0% | 45.4% | -118.6% | -1247.4% | -168.3% | 547.3% | 860.1% | 878.5% | 261.1% |
| -2 | 546.3% | -8.3% | -15.7% | -1353.3% | 12.0% | 416.0% | -255.0% | 885.4% | 296.5% |
| -1 | 597.1% | -30.9% | -74.1% | -118.9% | 298.8% | 451.8% | 775.3% | 879.8% | 350.5% |
| 0 | 458.0% | 28.8% | -189.1% | -56.0% | 273.2% | 430.5% | 639.8% | 798.6% | 215.9% |
| 1 | 507.7% | 232.0% | -88.2% | -110.4% | 396.0% | 419.5% | 740.5% | 468.6% | -3.6% |
| 2 | 422.2% | 108.8% | -44.3% | -57.5% | 224.9% | 172.1% | 722.4% | 598.4% | 45.9% |
| 3 | 397.5% | 93.6% | -110.9% | -75.3% | 273.6% | -657.3% | 754.2% | 494.1% | 75.2% |
| 4 | 445.3% | -68.8% | -206.2% | -86.9% | 168.3% | 385.8% | 595.9% | -412.4% | 84.0% |
| 5 | 324.1% | 132.7% | -32.0% | -32.6% | -194.0% | -499.1% | 816.1% | -388.2% | 27.3% |
| 6 | 312.9% | 57.6% | -113.3% | -348.3% | 347.0% | -528.1% | -100.8% | 557.0% | 2.7% |
| 7 | 274.0% | 60.0% | -265.6% | -108.7% | 462.6% | -534.4% | -172.9% | -426.5% | 62.5% |
| 8 | 319.7% | 95.4% | -228.4% | -164.0% | 369.2% | -704.8% | -272.2% | 596.6% | -210.6% |
| 9 | 287.1% | 275.4% | -252.6% | -210.8% | 149.3% | -584.4% | 489.0% | -401.4% | -33.5% |
| 10 | 167.2% | 334.7% | -253.4% | -389.4% | 350.7% | -643.7% | -209.1% | 652.2% | 126.4% |

(lanjutan)

| t | CTRA | JPRS | RMBA | SMAR | TRPK | MTDL | DAVO | ANTM | CITA |
|-----|----------|---------|----------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| -10 | 113.7% | 1025.5% | 387.6% | -604.0% | -121.8% | 89.8% | 610.5% | 69.0% | -482.5% |
| -9 | 189.9% | 686.9% | -1279.1% | -582.5% | -123.8% | 55.5% | 57.2% | 54.1% | -80.0% |
| -8 | 108.1% | -206.0% | 439.5% | -604.8% | 776.2% | 71.2% | 320.1% | -11.1% | -69.1% |
| -7 | 135.7% | -222.5% | 148.1% | 453.6% | -124.6% | 102.8% | 383.5% | -25.2% | -204.3% |
| -6 | -1045.6% | -196.4% | 262.9% | 209.1% | -120.2% | 178.1% | 408.4% | 25.7% | -140.3% |
| -5 | 205.8% | -209.0% | 221.3% | -619.7% | -121.9% | 49.3% | 358.4% | -65.6% | -142.5% |
| -4 | 24.0% | 465.4% | 102.1% | -603.8% | -119.9% | 162.2% | 439.0% | -18.6% | -200.2% |
| -3 | -1033.3% | 678.4% | 132.9% | 582.8% | -125.5% | 83.9% | 60.5% | 277.7% | -114.4% |
| -2 | -100.3% | -212.1% | 214.5% | 565.0% | 649.7% | 49.4% | 399.6% | 260.0% | -142.6% |
| -1 | 168.3% | -243.8% | 58.5% | 304.1% | -122.4% | 69.9% | 367.3% | 225.1% | -312.6% |
| 0 | 321.4% | -227.5% | 180.8% | 406.8% | -119.2% | 117.3% | 229.6% | 119.9% | -193.2% |
| 1 | 227.8% | 998.6% | -39.0% | 203.9% | -124.7% | 128.9% | 361.5% | 167.9% | -122.1% |
| 2 | 125.3% | -194.9% | 218.4% | 42.1% | -120.4% | 129.8% | 188.2% | 102.7% | -172.3% |
| 3 | 85.9% | 396.1% | -81.4% | -585.0% | -109.9% | 58.7% | 544.0% | 221.4% | -133.0% |
| 4 | 71.6% | -298.7% | 197.4% | -581.7% | -111.6% | 98.3% | 324.0% | 219.9% | -218.7% |
| 5 | -80.0% | -208.3% | -347.7% | 374.4% | -100.3% | 79.7% | 515.4% | 172.2% | -214.6% |
| 6 | -137.8% | -191.7% | -185.5% | -575.4% | -107.3% | 28.9% | 249.9% | 185.5% | -212.8% |
| 7 | 41.7% | -149.7% | -55.2% | -579.9% | -115.1% | 169.8% | 361.5% | 238.8% | -235.1% |
| 8 | 32.9% | -149.7% | 290.0% | -574.5% | -119.0% | 71.7% | 345.8% | 167.6% | -305.2% |
| 9 | 225.0% | -149.7% | 56.0% | -589.4% | -119.8% | 80.4% | 343.5% | 255.0% | -277.8% |
| 10 | -52.6% | -149.7% | -0.7% | -608.6% | -124.8% | 47.6% | 287.3% | 263.3% | 515.2% |

(lanjutan)

| t | GRIV | LMAS | BMTR | PLIN | DPNS | DART | PWON | ASRM |
|-----|---------|----------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|
| -10 | 307.4% | -1360.5% | 141.7% | 497.4% | 348.3% | 73.5% | 259.9% | -6.1% |
| -9 | 293.1% | -126.5% | 130.6% | -124.5% | -290.5% | 80.5% | 483.9% | 25.9% |
| -8 | 248.1% | -351.3% | -857.3% | -147.8% | -307.0% | -1093.0% | 371.1% | 12.6% |
| -7 | -798.2% | -1376.1% | 274.3% | -154.9% | -302.3% | -96.2% | 92.4% | -14.6% |
| -6 | -798.2% | -423.3% | 122.1% | -142.7% | -341.3% | 46.4% | 270.2% | -9.9% |
| -5 | -798.2% | -1320.1% | 70.1% | -125.6% | 630.1% | -64.3% | 336.1% | -7.0% |
| -4 | -798.2% | -156.9% | -167.0% | -125.1% | -299.7% | 131.4% | 555.3% | 38.0% |
| -3 | 323.3% | -1358.3% | -170.2% | -126.5% | 872.4% | -431.8% | 390.6% | 0.8% |
| -2 | 398.3% | -133.6% | -111.5% | -136.3% | 674.7% | 267.4% | 411.9% | -18.4% |
| -1 | 567.9% | 129.5% | 42.0% | -141.8% | -347.8% | 120.3% | 245.4% | -31.8% |
| 0 | 347.2% | 203.7% | 189.7% | -136.5% | -380.8% | -157.9% | 230.3% | -27.1% |
| 1 | 325.2% | -74.1% | -159.1% | -136.1% | 621.0% | 10.1% | 385.0% | 6.0% |
| 2 | 177.4% | -1287.8% | 90.6% | -126.7% | 776.2% | -1101.0% | 508.2% | -31.1% |
| 3 | 146.7% | 11.9% | -150.2% | -138.9% | 452.0% | -158.5% | 381.1% | -21.3% |
| 4 | 151.0% | -244.5% | 225.3% | 738.7% | -301.3% | -69.5% | 296.9% | -14.4% |
| 5 | 257.9% | -378.5% | 257.5% | 909.7% | -284.2% | -288.7% | 256.6% | -17.6% |
| 6 | 148.3% | -626.9% | 275.0% | -157.2% | 383.5% | 40.3% | 522.2% | 22.6% |
| 7 | 243.5% | -335.1% | 459.5% | 771.8% | -265.1% | -1087.2% | 631.4% | -66.6% |
| 8 | 147.9% | -1338.3% | 229.4% | -139.5% | 867.7% | -1073.2% | 618.8% | -58.5% |
| 9 | 283.1% | -162.0% | -863.8% | -145.4% | -307.1% | -99.6% | 357.1% | -7.3% |
| 10 | 458.6% | -248.1% | 232.4% | -153.3% | -330.5% | 107.6% | 294.3% | -16.3% |

Lampiran 8: Taksiran Parameter Model Pasar

| No. | Kode | Return | | Volume | |
|-----|------|---------|---------|---------|---------|
| | | a | b | c | d |
| 1 | MTDL | 0,0042 | 0,3177 | 11,7585 | 0,0351 |
| 2 | FASW | 0,0058 | 1,4106 | 4,4248 | 1,0296 |
| 3 | UNTR | 0,0058 | 1,0233 | 10,6629 | 0,2772 |
| 4 | DNKS | 0,0015 | 1,4431 | 7,9977 | 0,6647 |
| 5 | DPNS | -0,0012 | 0,7898 | -1,4701 | 1,2437 |
| 6 | ASBI | 0,0010 | -0,0208 | -0,5677 | 0,9779 |
| 7 | STTP | -0,0020 | -0,0393 | -0,5353 | 0,4235 |
| 8 | LMPI | -0,0029 | 0,7832 | -0,1204 | 0,6684 |
| 9 | KLBF | -0,0011 | 1,1098 | 0,1041 | 1,7935 |
| 10 | CTRA | -0,0015 | 0,4149 | 0,0753 | 1,4619 |
| 11 | JPRS | 0,0010 | 1,0260 | -0,4045 | 0,4534 |
| 12 | RMBA | -0,0016 | 1,0031 | 0,2904 | 1,8665 |
| 13 | SMAR | -0,0032 | -0,2498 | -0,0364 | 0,8781 |
| 14 | TRPK | 0,0002 | -0,6270 | 0,0100 | 0,1822 |
| 15 | MTDL | 0,0007 | 0,2813 | 12,0710 | -0,2382 |
| 16 | DAVO | -0,0031 | 1,2423 | 1,3843 | 0,8036 |
| 17 | ANTM | 0,0003 | 0,7883 | 3,9042 | 1,3799 |
| 18 | CITA | 0,0002 | 0,1263 | -8,7620 | 2,0490 |
| 19 | GRIV | 0,0000 | 0,1136 | 13,0970 | -0,7991 |
| 20 | LMAS | -0,0054 | -0,0386 | 16,4055 | -0,4933 |
| 21 | BMTR | 0,0004 | 0,2328 | 7,6360 | 0,1507 |
| 22 | PLIN | 0,0037 | 0,0212 | -0,6503 | 0,2793 |
| 23 | DPNS | -0,0006 | -0,1972 | -6,3115 | 1,0660 |
| 24 | DART | 0,0035 | 1,0529 | 4,9843 | 0,6468 |
| 25 | PWON | 0,0013 | 1,2933 | 8,2341 | 0,3657 |
| 26 | ASRM | 0,0021 | -0,1192 | -6,5263 | 0,9397 |

Lampiran 9: Nilai Kritis Distribusi T

| | Tingkat Keyakinan | | | | | | | | | |
|-----------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% | 95% | 98% | 99% | 99.8% | 99.9% |
| 1-tail | 0.25 | 0.2 | 0.15 | 0.1 | 0.05 | 0.025 | 0.01 | 0.005 | 0.001 | 0.0005 |
| 2-tails | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.05 | 0.02 | 0.01 | 0.002 | 0.001 |
| <i>df</i> | | | | | | | | | | |
| 1 | 1.000 | 1.376 | 1.963 | 3.078 | 6.314 | 12.71 | 31.82 | 63.66 | 318.31 | 636.62 |
| 2 | 0.816 | 1.061 | 1.386 | 1.886 | 2.920 | 4.303 | 6.965 | 9.925 | 22.327 | 31.599 |
| 3 | 0.765 | 0.978 | 1.250 | 1.638 | 2.353 | 3.182 | 4.541 | 5.841 | 10.215 | 12.924 |
| 4 | 0.741 | 0.941 | 1.190 | 1.533 | 2.132 | 2.776 | 3.747 | 4.604 | 7.173 | 8.610 |
| 5 | 0.727 | 0.920 | 1.156 | 1.476 | 2.015 | 2.571 | 3.365 | 4.032 | 5.893 | 6.869 |
| 6 | 0.718 | 0.906 | 1.134 | 1.440 | 1.943 | 2.447 | 3.143 | 3.707 | 5.208 | 5.959 |
| 7 | 0.711 | 0.896 | 1.119 | 1.415 | 1.895 | 2.365 | 2.998 | 3.499 | 4.785 | 5.408 |
| 8 | 0.706 | 0.889 | 1.108 | 1.397 | 1.860 | 2.306 | 2.896 | 3.355 | 4.501 | 5.041 |
| 9 | 0.703 | 0.883 | 1.100 | 1.383 | 1.833 | 2.262 | 2.821 | 3.250 | 4.297 | 4.781 |
| 10 | 0.700 | 0.879 | 1.093 | 1.372 | 1.812 | 2.228 | 2.764 | 3.169 | 4.144 | 4.587 |
| 11 | 0.697 | 0.876 | 1.088 | 1.363 | 1.796 | 2.201 | 2.718 | 3.106 | 4.025 | 4.437 |
| 12 | 0.695 | 0.873 | 1.083 | 1.356 | 1.782 | 2.179 | 2.681 | 3.055 | 3.930 | 4.318 |
| 13 | 0.694 | 0.870 | 1.079 | 1.350 | 1.771 | 2.160 | 2.650 | 3.012 | 3.852 | 4.221 |
| 14 | 0.692 | 0.868 | 1.076 | 1.345 | 1.761 | 2.145 | 2.624 | 2.977 | 3.787 | 4.140 |
| 15 | 0.691 | 0.866 | 1.074 | 1.341 | 1.753 | 2.131 | 2.602 | 2.947 | 3.733 | 4.073 |
| 16 | 0.690 | 0.865 | 1.071 | 1.337 | 1.746 | 2.120 | 2.583 | 2.921 | 3.686 | 4.015 |
| 17 | 0.689 | 0.863 | 1.069 | 1.333 | 1.740 | 2.110 | 2.567 | 2.898 | 3.646 | 3.965 |
| 18 | 0.688 | 0.862 | 1.067 | 1.330 | 1.734 | 2.101 | 2.552 | 2.878 | 3.610 | 3.922 |
| 19 | 0.688 | 0.861 | 1.066 | 1.328 | 1.729 | 2.093 | 2.539 | 2.861 | 3.579 | 3.883 |
| 20 | 0.687 | 0.860 | 1.064 | 1.325 | 1.725 | 2.086 | 2.528 | 2.845 | 3.552 | 3.850 |
| 21 | 0.686 | 0.859 | 1.063 | 1.323 | 1.721 | 2.080 | 2.518 | 2.831 | 3.527 | 3.819 |
| 22 | 0.686 | 0.858 | 1.061 | 1.321 | 1.717 | 2.074 | 2.508 | 2.819 | 3.505 | 3.792 |
| 23 | 0.685 | 0.858 | 1.060 | 1.319 | 1.714 | 2.069 | 2.500 | 2.807 | 3.485 | 3.768 |
| 24 | 0.685 | 0.857 | 1.059 | 1.318 | 1.711 | 2.064 | 2.492 | 2.797 | 3.467 | 3.745 |
| 25 | 0.684 | 0.856 | 1.058 | 1.316 | 1.708 | 2.060 | 2.485 | 2.787 | 3.450 | 3.725 |
| 26 | 0.684 | 0.856 | 1.058 | 1.315 | 1.706 | 2.056 | 2.479 | 2.779 | 3.435 | 3.707 |
| 27 | 0.684 | 0.855 | 1.057 | 1.314 | 1.703 | 2.052 | 2.473 | 2.771 | 3.421 | 3.690 |
| 28 | 0.683 | 0.855 | 1.056 | 1.313 | 1.701 | 2.048 | 2.467 | 2.763 | 3.408 | 3.674 |
| 29 | 0.683 | 0.854 | 1.055 | 1.311 | 1.699 | 2.045 | 2.462 | 2.756 | 3.396 | 3.659 |
| 30 | 0.683 | 0.854 | 1.055 | 1.310 | 1.697 | 2.042 | 2.457 | 2.750 | 3.385 | 3.646 |
| 40 | 0.681 | 0.851 | 1.050 | 1.303 | 1.684 | 2.021 | 2.423 | 2.704 | 3.307 | 3.551 |
| 60 | 0.679 | 0.848 | 1.045 | 1.296 | 1.671 | 2.000 | 2.390 | 2.660 | 3.232 | 3.460 |
| 100 | 0.677 | 0.845 | 1.042 | 1.290 | 1.660 | 1.984 | 2.364 | 2.626 | 3.174 | 3.390 |
| 1000 | 0.675 | 0.842 | 1.037 | 1.282 | 1.646 | 1.962 | 2.330 | 2.581 | 3.098 | 3.300 |
| <i>z</i> | 0.674 | 0.842 | 1.036 | 1.282 | 1.645 | 1.960 | 2.326 | 2.576 | 3.090 | 3.291 |

Lampiran 10: Nilai Kritis Distribusi F (5%)

| <i>n</i> | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>df</i> | | | | | | | | | | |
| 1 | 161.4 | 199.5 | 215.7 | 224.6 | 230.2 | 234.0 | 238.9 | 238.9 | 241.9 | 245.9 |
| 2 | 18.51 | 19.00 | 19.16 | 19.25 | 19.30 | 19.33 | 19.35 | 19.37 | 19.38 | 19.40 |
| 3 | 10.12 | 9.552 | 9.277 | 9.117 | 9.013 | 8.941 | 8.887 | 8.845 | 8.812 | 8.786 |
| 4 | 7.709 | 6.944 | 6.591 | 6.388 | 6.256 | 6.163 | 6.094 | 6.041 | 5.999 | 5.964 |
| 5 | 6.608 | 5.786 | 5.409 | 5.192 | 5.050 | 4.950 | 4.876 | 4.818 | 4.772 | 4.735 |
| 6 | 5.987 | 5.143 | 4.757 | 4.534 | 4.387 | 4.284 | 4.207 | 4.147 | 4.099 | 4.060 |
| 7 | 5.591 | 4.737 | 4.347 | 4.120 | 3.972 | 3.866 | 3.787 | 3.726 | 3.677 | 3.637 |
| 8 | 5.318 | 4.459 | 4.066 | 3.838 | 3.687 | 3.581 | 3.500 | 3.438 | 3.388 | 3.347 |
| 9 | 5.117 | 4.256 | 3.863 | 3.633 | 3.482 | 3.374 | 3.293 | 3.230 | 3.179 | 3.137 |
| 10 | 4.965 | 4.103 | 3.708 | 3.478 | 3.326 | 3.217 | 3.135 | 3.072 | 3.020 | 2.978 |
| 11 | 4.844 | 3.982 | 3.587 | 3.357 | 3.204 | 3.095 | 3.012 | 2.948 | 2.896 | 2.854 |
| 12 | 4.747 | 3.885 | 3.490 | 3.259 | 3.106 | 2.996 | 2.913 | 2.849 | 2.796 | 2.753 |
| 13 | 4.667 | 3.806 | 3.411 | 3.179 | 3.025 | 2.915 | 2.832 | 2.767 | 2.714 | 2.671 |
| 14 | 4.600 | 3.739 | 3.344 | 3.112 | 2.958 | 2.848 | 2.764 | 2.699 | 2.646 | 2.602 |
| 15 | 4.543 | 3.682 | 3.287 | 3.056 | 2.901 | 2.790 | 2.707 | 2.641 | 2.588 | 2.544 |
| 16 | 4.494 | 3.634 | 3.239 | 3.007 | 2.852 | 2.741 | 2.657 | 2.591 | 2.538 | 2.494 |
| 17 | 4.451 | 3.592 | 3.197 | 2.965 | 2.810 | 2.699 | 2.614 | 2.548 | 2.494 | 2.450 |
| 18 | 4.414 | 3.555 | 3.160 | 2.928 | 2.773 | 2.661 | 2.577 | 2.510 | 2.456 | 2.412 |
| 19 | 4.381 | 3.522 | 3.127 | 2.895 | 2.740 | 2.628 | 2.544 | 2.477 | 2.423 | 2.378 |
| 20 | 4.351 | 3.493 | 3.098 | 2.866 | 2.711 | 2.599 | 2.514 | 2.447 | 2.393 | 2.348 |
| 21 | 4.325 | 3.467 | 3.072 | 2.840 | 2.685 | 2.573 | 2.488 | 2.420 | 2.366 | 2.321 |
| 22 | 4.301 | 3.443 | 3.049 | 2.817 | 2.661 | 2.549 | 2.464 | 2.397 | 2.342 | 2.297 |
| 23 | 4.279 | 3.422 | 3.028 | 2.796 | 2.640 | 2.528 | 2.442 | 2.375 | 2.320 | 2.275 |
| 24 | 4.260 | 3.403 | 3.009 | 2.776 | 2.621 | 2.508 | 2.423 | 2.355 | 2.300 | 2.255 |
| 25 | 4.242 | 3.385 | 2.991 | 2.759 | 2.603 | 2.490 | 2.405 | 2.337 | 2.282 | 2.236 |
| 26 | 4.225 | 3.369 | 2.975 | 2.743 | 2.587 | 2.474 | 2.388 | 2.321 | 2.265 | 2.220 |
| 27 | 4.210 | 3.354 | 2.960 | 2.728 | 2.572 | 2.459 | 2.373 | 2.305 | 2.250 | 2.204 |
| 28 | 4.196 | 3.340 | 2.947 | 2.714 | 2.558 | 2.445 | 2.359 | 2.291 | 2.236 | 2.190 |
| 29 | 4.183 | 3.328 | 2.934 | 2.701 | 2.545 | 2.432 | 2.346 | 2.278 | 2.223 | 2.177 |
| 30 | 4.171 | 3.316 | 2.922 | 2.690 | 2.534 | 2.421 | 2.334 | 2.266 | 2.211 | 2.165 |
| 40 | 4.085 | 3.232 | 2.839 | 2.606 | 2.449 | 2.336 | 2.249 | 2.180 | 2.124 | 2.077 |
| 60 | 4.001 | 3.150 | 2.758 | 2.525 | 2.368 | 2.254 | 2.167 | 2.097 | 2.040 | 1.993 |
| 80 | 3.960 | 3.111 | 2.719 | 2.486 | 2.329 | 2.214 | 2.126 | 2.056 | 1.999 | 1.951 |
| 100 | 3.936 | 3.087 | 2.696 | 2.463 | 2.305 | 2.191 | 2.103 | 2.032 | 1.975 | 1.927 |
| 1000 | 3.851 | 3.005 | 2.614 | 2.381 | 2.223 | 2.108 | 2.019 | 1.948 | 1.889 | 1.840 |
| <i>z</i> | 3.841 | 0.674 | 0.842 | 1.036 | 1.282 | 1.645 | 1.960 | 2.326 | 2.576 | 3.090 |

Lampiran 11: Hasil Uji Persyaratan Analisis

Uji Normalitas dengan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | BON | LEAKR | PRECAR | BETA | MKT | SIZE |
|--------------------------------|-----------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| N | | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| Normal Parameters ^a | Mean | 1.942 | .698 | .0716 | .5070 | -4.753 | 2.672 |
| | Std. Dev. | .786 | .122 | .301 | .595 | .002 | 1.474 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .178 | .214 | .175 | .144 | .163 | .104 |
| | Positive | .178 | .198 | .175 | .125 | .163 | .079 |
| | Negative | -.131 | -.214 | -.100 | -.144 | -.135 | -.104 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | .908 | 1.093 | .895 | .734 | .832 | .532 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .382 | .184 | .400 | .655 | .493 | .940 |

a. Test distribution is Normal.

| | | SIZE | PRC | BMN |
|--------------------------------|-----------|-------|-------|-------|
| N | | 26 | 26 | 26 |
| Normal Parameters ^a | Mean | 2.672 | .027 | .890 |
| | Std. Dev. | 1.474 | .253 | .702 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .104 | .228 | .158 |
| | Positive | .079 | .166 | .158 |
| | Negative | -.104 | -.228 | -.099 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | .532 | 1.161 | .805 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .940 | .135 | .536 |

a. Test distribution is Normal.

Uji Homogenitas dengan Test of Homogeneity of Variances

| | Levene Statistic | df1 | df2 | Sig. |
|--------|------------------|-----|-----|------|
| BON | .593 | 1 | 24 | .449 |
| LEAK | .535 | 1 | 24 | .471 |
| PRECAR | .015 | 1 | 24 | .902 |
| BETA | .347 | 1 | 24 | .561 |
| MKT | 1.573 | 1 | 24 | .222 |
| SIZE | .040 | 1 | 24 | .843 |

(lanjutan)

| | Levene Statistic | df1 | df2 | Sig. |
|------|------------------|-----|-----|------|
| SIZE | 1.564 | 1 | 24 | .223 |
| PRC | 1.080 | 1 | 24 | .309 |
| BMN | .399 | 1 | 24 | .533 |

Uji Linieritas dengan uji Lagrange Multiplier

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .507 ^a | .258 | .023 | .18459783 |

a. Predictors: (Constant), MKT2, LEAKR2, SIZE2, BON2, PRECAR2, BETA2

Nilai chi square hitung = $26 \times 0,258 = 6,708$

Nilai chi square tabel df = 18 tingkat signifikansi 5% = 28,869

Nilai chi square hitung < chi square tabel = $6,708 < 28,869$

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .229 ^a | .052 | -.077 | 48.92343141 |

a. Predictors: (Constant), BMN2, PRC2, SIZE2

Nilai chi square hitung = $26 \times 0,052 = 1,352$

Nilai chi square tabel df = 21 tingkat signifikansi 5% = 32,671

Nilai chi square hitung < chi square tabel = $1,352 < 32,671$

Uji Multikolinieritas dengan uji nilai Tolerance dan VIF

| Model | | Collinearity Statistics | |
|-------|--------|-------------------------|-------|
| | | Tolerance | VIF |
| 1 | PRECAR | .751 | 1.331 |
| | LEAK | .554 | 1.803 |
| | BETA | .492 | 2.033 |
| | BON | .660 | 1.516 |
| | SIZE | .668 | 1.496 |
| | MKT | .713 | 1.403 |

a. Dependent Variable: CAR

(lanjutan)

| Model | | Collinearity Statistics | |
|-------|------|-------------------------|-------|
| | | Tolerance | VIF |
| 1 | SIZE | .762 | 1.313 |
| | PRC | .910 | 1.099 |
| | BMN | .751 | 1.331 |

a. Dependent Variable: CAV

Uji Autokorelasi dengan uji Breusch-Godfrey

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .433 | .917 | | .472 | .643 |
| | BON | .029 | .062 | .122 | .458 | .652 |
| | LEAKR | -.445 | .648 | -.229 | -.687 | .501 |
| | PRECAR | -.095 | .204 | -.157 | -.465 | .648 |
| | BETA | .017 | .079 | .054 | .208 | .837 |
| | MKT | 1.095 | 24.312 | .012 | .045 | .965 |
| | SIZE | -.007 | .031 | -.054 | -.218 | .830 |
| | RES_2 | -.300 | .238 | -.306 | -1.260 | .225 |

a. Dependent Variable: Unstandardized Residual

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -15.117 | 207.245 | | -.073 | .943 |
| | SIZE | .216 | 7.473 | .007 | .029 | .977 |
| | PRC | -5.072 | 44.344 | -.029 | -.114 | .910 |
| | BMN | 6.193 | 15.959 | .098 | .388 | .702 |
| | RES_2 | .096 | .225 | .105 | .429 | .673 |

a. Dependent Variable: Unstandardized Residual

(lanjutan)

Uji Heteroskedastisitas dengan uji Park

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -17.347 | 10.651 | | -1.629 | .120 |
| | BON | .991 | .720 | .312 | 1.376 | .185 |
| | LEAKR | -4.878 | 5.144 | -.239 | -.948 | .355 |
| | PRECAR | 1.906 | 2.210 | .230 | .862 | .399 |
| | BETA | -.475 | .958 | -.113 | -.496 | .626 |
| | MKT | 35.352 | 286.353 | .029 | .123 | .903 |
| | SIZE | .524 | .371 | .310 | 1.410 | .175 |

a. Dependent Variable: LnU2t

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 8.932 | 8.782 | | 1.017 | .320 |
| | SIZE | -.089 | .317 | -.068 | -.281 | .781 |
| | PRC | -.233 | 1.686 | -.031 | -.138 | .891 |
| | BMN | -.363 | .669 | -.133 | -.542 | .593 |

a. Dependent Variable: LnU2t

Lampiran 12: Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Hasil Regresi CAR

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .724 ^a | .525 | .374 | .200470580 |

a. Predictors: (Constant), SIZE, BON, PRECAR, BETA, MKT, LEAKR

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | .843 | 6 | .140 | 3,494 | .017 ^a |
| | Residual | .764 | 19 | .040 | | |
| | Total | 1.606 | 25 | | | |

a. Predictors: (Constant), SIZE, BON, PRECAR, BETA, MKT, LEAKR

b. Dependent Variable: CAR

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1.143 | .872 | | 1.311 | .206 |
| | BON | -.090 | .059 | -.280 | -1.530 | .143 |
| | LEAKR | -.691 | .421 | -.334 | -1.642 | .117 |
| | PRECAR | -.533 | .181 | -.634 | -2.949 | .008 |
| | BETA | -.016 | .078 | -.037 | -.200 | .844 |
| | MKT | -.802 | 23.435 | -.006 | -.034 | .973 |
| | SIZE | -.015 | .030 | -.090 | -.507 | .618 |

Hasil Regresi CAV

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .392 ^a | .153 | .038 | 50.2553917 |

a. Predictors: (Constant), BMN, PRC, SIZE

(lanjutan)

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 10061.025 | 3 | 3353.675 | 1.328 | .291 ^a |
| | Residual | 55563.297 | 22 | 2525.604 | | |
| | Total | 65624.322 | 25 | | | |

a. Predictors: (Constant), BMN, PRC, SIZE

b. Dependent Variable: CAV

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -259.257 | 216.535 | | -1.197 | .244 |
| | SIZE | 8.820 | 7.811 | .254 | 1.129 | .271 |
| | PRC | 50.533 | 41.563 | .250 | 1.216 | .237 |
| | BMN | 30.369 | 16.505 | .416 | 1.840 | .079 |

a. Dependent Variable: CAV