

ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMUMAN ANNUAL REPORT AWARD TAHUN 2014-2016

Biggy*¹, Robert Jao²

Universitas Atma Jaya Makassar

E-mail: *¹tjiangbiggy@gmail.com,² jao_robert@hotmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan abnormal return, dan frekuensi perdagangan saham perusahaan peraih penghargaan Annual Report Award sebelum dan sesudah pengumuman. Penelitian ini menggunakan event study dengan kurun waktu 3 hari sebelum dan sesudah pengumuman. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan meraih penghargaan Annual Report Award (ARA) 2014-2016. Sampel tersebut dipilih dengan menggunakan purposive sampling method dan diperoleh 33 sampel. Metode analisis data menggunakan paired sample t-test. Hasil pengujian menunjukkan bahwa publikasi Annual Report Award (ARA) 2014-2016 tidak direspon oleh pasar dengan tidak adanya perbedaan abnormal return dan frekuensi perdagangan saham yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman. Hal ini menunjukkan publikasi ARA 2014-2016 tidak memiliki kandungan informasi yang mampu mengubah keputusan investor dalam berinvestasi.

Kata Kunci: *Annual Report Award, Abnormal Return, Frekuensi Perdagangan Saham, Event Study*

Abstract

This study aims to determine the difference in abnormal returns and trading frequency of the winners of Annual Report Award before and after the awards was announced. This study uses the event study period of 3 days before the announcement and 3 days after the announcement. The sample is companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and won the Annual Report Award (ARA) in 2014-2016. The samples are selected by using purposive sampling method and obtained 33 samples. Method of data analysis using paired sample t-test. Test result showed that the publication of the Annual Report Award (ARA) in 2014-2016 wasn't responded by the market no significant difference in abnormal returns and frequency before and after publication. This suggest that the publication of ARA 2014-2016 doesn't have the information content that able to change the investor's decision to invest.

Keywords: *Annual Report Award, Abnormal Return, Trading Frequency, Event Study*

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau obligasi. Di dalam suatu pasar modal yang efisien, harga dari saham atau obligasi mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat (Hartono, 2017:30). Setiap informasi-informasi baru yang relevan mengenai perusahaan dan masuk ke dalam pasar modal akan membentuk harga ekuilibrium yang baru dari saham atau obligasi (Hartono 2017:

605). Informasi-informasi tersebut dapat berkaitan dengan aspek ekonomi dan non ekonomi. Aspek ekonomi meliputi pengumuman perusahaan yang berhubungan dengan laba, dividen, pendanaan dan lain-lain (Foster, 1986 dalam Hartono, 2017:610). Peristiwa - peristiwa non ekonomi dapat berupa penegakan hak asasi manusia (HAM), peristiwa politik yang sedang berkembang di suatu negara, penghargaan kepada perusahaan (*award*) dan peristiwa non ekonomi lainnya (Ekawati, 2011).

Laporan tahunan merupakan salah satu informasi yang penting bagi investor untuk dijadikan dasar dalam keputusan penanaman modal di pasar saham. Dengan menganalisis informasi di dalam laporan tahun, mampu memberikan gambaran mengenai prospek perusahaan ke depannya, yang tercerminkan melalui neraca, laporan laba/rugi, dan laporan arus kas perusahaan (www.idx.co.id). Investor yang rasional akan memilih untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang mampu memberikan profitabilitas yang paling tinggi di masa yang akan datang.

Selain menganalisis laporan tahunan perusahaan, *good corporate governance* menjadi aspek penting bagi investor dalam menentukan prospek perusahaan ke depannya. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh McKinsey (2000) pada bulan September 1999 hingga April 2000 menunjukkan dari lebih dari 200 investor dengan total dana hampir mencapai US\$ 3.25 miliar di Asia, Eropa, Amerika dan Amerika Latin berani untuk membayar lebih untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki tata kelola yang baik (Coombes dan Watson, 2000). Hal ini menunjukkan bahwa penerapan *good corporate governance* sama pentingnya bahkan lebih penting dari informasi laporan keuangan (Kemala dan Ulupui, 2015).

Di Indonesia sendiri tata kelola semakin disadari menjadi hal penting setelah terjadinya krisis ekonomi dan moneter pada tahun 1997-1999 yang berkembang menjadi krisis multidimensi yang berkepanjangan, yang diakibatkan karena banyak perusahaan belum menerapkan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) secara konsisten (Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006). Untuk meningkatkan kesadaran perusahaan akan pentingnya *good corporate governance*, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) bekerja sama dengan berbagai pihak seperti Kementerian

BUMN, Direktorat Jenderal Pajak, Bank Indonesia (BI), Bursa Efek Indonesia (BEI), Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG), dan Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) menyelenggarakan kompetisi tahunan *Annual Report Award* (ARA). Tujuan diselenggarakannya adalah memberikan penghargaan kepada perusahaan dengan harapan pemberian penghargaan mampu meningkatkan kualitas informasi dan tata kelola melalui *Annual Report* atau buku laporan tahunan sebuah perusahaan.

Penerapan tata kelola yang baik menjadi tujuan utama dari penyelenggaraan ARA. Perusahaan yang memenangkan penghargaan ARA telah menunjukkan bahwa perusahaan telah bekerja lebih baik dibandingkan perusahaan lain dalam hal tata kelola perusahaan. Dengan penerapan tata kelola yang baik maka akan meningkatkan penilaian pasar mengenai perusahaan. Hal ini karena GCG akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, mengurangi risiko manajemen laba dan pada akhirnya akan meningkatkan kepercayaan dari investor (Newell dan Wilson, 2002).

Menurut Fama (1970) dalam teori pasar efisien, harga keseimbangan baru akan dibentuk berdasarkan informasi yang tersedia secara cepat dan akurat. Informasi tersebut dapat berupa informasi masa lalu, sekarang dan informasi dari perusahaan itu sendiri (*insider information*). Suatu informasi dianggap informatif atau memiliki nilai jika informasi tersebut mampu mengubah minat para investor dalam melakukan penanaman modal. Perubahan minat investor terhadap saham akan menyebabkan jumlah saham yang diperdagangkan menjadi berubah, jumlah saham yang berubah akan menyebabkan perubahan harga ke tingkat ekuilibrium yang baru. Perubahan harga ke tingkat ekuilibrium yang baru bisa menyebabkan terjadinya *abnormal return* (Barus dan Christina, 2014). *Abnormal return*

merupakan *return* yang terealisasi dikurangi dengan *return* ekspektasi. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan oleh investor.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Kemala dan Ulupui (2015) mengenai pengaruh pengumuman *Annual Report Award* 2012 terhadap *return* saham emiten menemukan hasil bahwa pengumuman *Annual Report Award* tidak direspon oleh pasar dengan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman. Penelitian yang dilakukan oleh Darmawan (2015) menemukan hasil bahwa pengumuman *Annual Report Award* direspon oleh pasar dengan menyebabkan perbedaan harga saham, *abnormal return* dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman.

Selain dengan menggunakan *abnormal return* reaksi pasar dapat dilihat dengan melihat frekuensi perdagangan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Song *et al.* (2005) pada pasar saham di China, menunjukkan frekuensi perdagangan menjelaskan lebih baik daripada ukuran transaksi mengenai volatilitas di pasar saham. Di dalam pasar saham, setiap investor bisa mengakses dan memperoleh informasi yang sama tetapi berbeda dalam memaknai informasi tersebut. Semua investor memiliki penilaian yang sama dalam menentukan apakah suatu informasi merupakan *good news* atau *bad news* namun tidak dalam menentukan seberapa penting suatu informasi (Haris dan Raviv, 1993). Dengan menggunakan frekuensi perdagangan maka akan lebih menggambarkan reaksi pasar secara umum terhadap suatu peristiwa. Ketika suatu peristiwa dianggap sebagai *good news*, maka reaksi pasar secara umum adalah melakukan pembelian terhadap saham sehingga akan menyebabkan perubahan pada frekuensi perdagangan saham.

Peneliti ini termotivasi karena adanya perbedaan hasil penelitian-penelitian terdahulu mengenai *abnormal return* sebelum dan sesudah penghargaan di bidang tata kelola terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini menggunakan frekuensi perdagangan saham untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu ajang *award* di mana pada penelitian sebelumnya seringkali peneliti menggunakan volume perdagangan untuk menjelaskan volatilitas pasar. Peneliti menggunakan frekuensi perdagangan saham menggantikan volume perdagangan, karena berpandangan dari penelitian yang telah dilakukan oleh Song *et al.* (2005) yang menyimpulkan bahwa frekuensi perdagangan saham lebih mencerminkan volatilitas pasar (reaksi pasar) dibandingkan ukuran transaksi (volume perdagangan).

Berdasarkan uraian sebelumnya, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan *abnormal return* dan frekuensi perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *Annual Report Award*. Penelitian ini berfokus pada perusahaan *go* publik yang meraih penghargaan pada tahun 2014-2016 yang diselenggarakan pada tahun 2015-2017.

Tinjauan Pustaka

Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis-EMH*)

Dalam pasar efisien, harga keseimbangan baru dari saham atau obligasi dibentuk secara cepat dan akurat, dengan mencerminkan seluruh informasi yang tersedia (Hartono, 2017; 605). Informasi yang positif akan meningkatkan minat investor untuk melakukan penanaman modal yang akhirnya akan membentuk harga keseimbangan yang lebih tinggi. Informasi yang dapat digunakan untuk menilai pasar yang efisien adalah informasi yang lama,

informasi yang sedang dipublikasikan atau semua informasi termasuk informasi privat. Fama (1970) mengelompokkan bentuk pasar ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH) yakni:

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas saat ini secara penuh mencerminkan informasi masa lalu atau yang sudah terjadi.

- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas betul-betul mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan

- c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi privat.

Studi Peristiwa (*Event Study*).

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Hartono 2017: 643). Jika suatu pengumuman dianggap mengandung suatu informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi tersebut dapat dilihat dengan adanya perubahan dari harga sekuritas perusahaan tersebut. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika menggunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang

mempunyai kandungan informasi sehingga menyebabkan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Annual Report Award

Kegiatan ARA bertujuan untuk mendorong penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) perusahaan-perusahaan di Indonesia melalui keterbukaan informasi dan praktik-praktik GCG, yang dilakukan melalui penilaian terhadap laporan tahunan perusahaan dan pemberian rekomendasi perbaikan terhadap seluruh peserta ARA. Penilaian dilakukan berdasarkan data publik untuk mengukur keterbukaan informasi laporan tahunan yang sesuai dengan ketentuan dan pedoman yang berlaku dan disajikan secara relevan dan wajar.

Jumlah total peserta ARA 2016 adalah sebanyak 314 peserta, yang terdiri dari 301 perusahaan umum dan 13 dana pensiun. Jumlah total peserta ARA 2016 mengalami peningkatan sebesar 3,63% jika dibandingkan dengan pelaksanaan kegiatan ARA 2015. Kategori penilaian ARA, yaitu:

1. BUMN Non Keuangan Non *Listed*
2. BUMN Non Keuangan *Listed*
3. BUMN Keuangan Non *Listed*
4. BUMN Keuangan *Listed*
5. Private Non Keuangan Non *Listed*
6. Private Non Keuangan *Listed*
7. Private Keuangan Non *Listed*
8. Private Keuangan *Listed*
9. BUMD Non *Listed*
10. BUMD *Listed*
11. Dana Pensiun

Penilaian kuantitatif laporan tahunan peserta ARA terdiri dari 8 kriteria dengan bobot masing-masing sebagai berikut:

1. Umum - bobot nilai 2%;
2. Ikhtisar Data Keuangan Penting - bobot nilai 5%;

3. Laporan Dewan Komisaris/ Dewan Pengawas dan Direksi/ Pengurus/ Plt. Pengurus - bobot nilai 3%;
4. Profil Perusahaan/ Dana Pensiun - bobot nilai 8%;
5. Analisa dan Pembahasan Manajemen atas Kinerja Perusahaan/ Dana Pensiun - bobot nilai 22%;
6. *Good Corporate/Pension Fund Governance* - bobot nilai 35%;
7. Informasi Keuangan - bobot nilai 20%; dan
8. Lain-lain - bobot nilai +/-5% yaitu:
 - a. Praktik *good corporate governance* - bobot nilai +5%; dan
 - b. Praktik *bad corporate governance* - bobot nilai -5%.

Kriteria ARA disusun dengan memperhatikan ketentuan/standar dan *best practices* di bidang *corporate governance* dan akuntansi serta dilakukan *update* untuk menyelaraskan dengan dinamika perkembangan standar maupun praktik. Pada ARA 2016, sejumlah perubahan dilakukan pada kriteria ARA dalam rangka menyelaraskan kriteria dengan beberapa peraturan OJK terkait laporan tahunan emiten dan perusahaan publik, situs web, sekretaris perusahaan, dan penerapan manajemen risiko dapan.

Selain itu perubahan kriteria juga mengacu pada revisi/penerbitan baru Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK), SK Sekmen BUMN No.16 Tahun 2012 tentang Indikator/Parameter Penilaian dan Evaluasi atas Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik, Kriteria *Asean Corporate Governance Scorecard*, hasil wawancara ARA 2015, hasil *Focus Group Discussion* ARA 2015, serta penyesuaian dalam rangka mendorong *good corporate governance* untuk perusahaan *non listed*.

Untuk menjaga integritas serta kualitas dalam penilaian ARA, dewan juri terdiri atas berbagai lembaga, serta perwakilan dari praktisi, pengamat ekonomi/pasar modal, dan akademisi, yang independen terhadap panitia penyelenggara. Proses penjurian ARA

terdiri dari 2 (dua) tahap yaitu tahap penilaian secara kuantitatif berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dan di publikasikan dan tahap wawancara yang dilakukan untuk mendapatkan *high level view* dari pimpinan perusahaan mengenai praktik GCG yang diterapkan oleh perusahaan, serta mengkonfirmasi hasil penilaian kuantitatif atas isi laporan tahunan.

Berdasarkan kedua tahap tersebut, dewan juri menetapkan pemenang ARA untuk masing-masing kategori dan juara umum. Setelah melalui berbagai rangkaian proses penilaian, dewan juri ARA menetapkan juara 1 sampai dengan 3 untuk setiap kategori dan juara umum (www.ojk.go.id).

Abnormal return

Menurut Hartono (2017:667) *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* ekspektasian. *Return* ekspektasian merupakan *return* yang diharapkan dari investor. Sedangkan *return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasian menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

a. *Mean adjusted model*

Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*) menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi.

b. *Market model*

Perhitungan *return* ekspektasian dengan model pasar ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasian dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasian ini

untuk mengestimasi *return* ekspektasian di periode jendela.

c. *Market adjusted model*

Model sesuaian-pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Frekuensi Perdagangan

Menurut Silviani dkk.(2014), frekuensi perdagangan adalah berapa kali transaksi jual beli terjadi pada saham yang bersangkutan pada waktu tertentu. Di dalam pasar modal, salah satu elemen yang dijadikan bahan untuk melihat apakah investor bereaksi terhadap sebuah informasi yang masuk pada pasar adalah dengan melihat aktivitas frekuensi perdagangan yang terjadi.

Dengan mengamati aktivitas frekuensi perdagangan, kita dapat melihat tanggapan investor terhadap suatu informasi secara umum (Haris dan Raviv, 1993). Setiap investor bisa saja merespon suatu informasi dengan reaksi yang berbeda-beda (ukuran transaksi). Namun ketika frekuensi perdagangan besar menunjukkan transaksi saham yang sangat aktif, hal ini akan menunjukkan apakah suatu informasi itu diminati investor atau tidak. Menurut Ruli dkk.(2014), frekuensi perdagangan saham merupakan salah satu elemen yang menjadi bahan untuk melihat reaksi pasar terhadap sebuah informasi yang masuk ke pasar modal.

Kerangka Pemikiran

Menurut hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*), pasar berdasarkan seluruh informasi yang tersedia, membentuk harga keseimbangan baru secara cepat dan akurat. Jika informasi baru yang relevan dengan

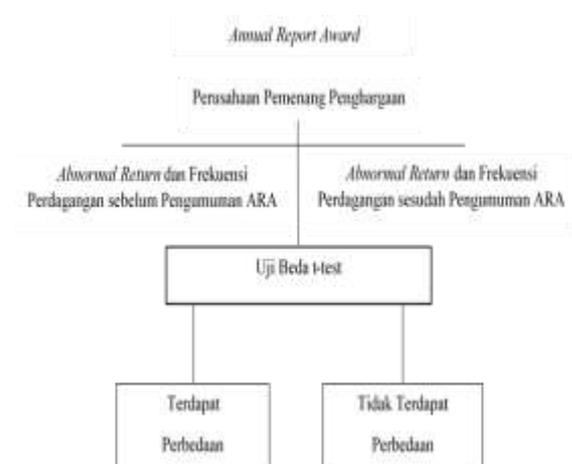
perusahaan masuk ke dalam perusahaan maka informasi ini akan menginterpretasikan nilai saham dari perusahaan tersebut sehingga membentuk suatu harga ekuilibrium yang baru.

Informasi yang positif akan mengundang seorang investor untuk melakukan penanaman modal yang akhirnya akan membentuk harga keseimbangan yang lebih tinggi. Pengumuman *Annual Report Award* menjadi salah satu informasi publik yang bisa dianggap dapat membuat pasar modal bereaksi, sehingga akan membentuk harga keseimbangan yang lebih tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan pemenang akan dianggap oleh stakeholder dan pasar memiliki suatu prospek yang lebih dibandingkan perusahaan lainnya. Dengan memenangkan *Annual Report Award* perusahaan telah menunjukkan bahwa telah bekerja dengan baik dalam hal tata kelola serta dalam penyajian informasi laporan tahunan yang sesuai dengan ketentuan dan pedoman yang berlaku serta telah disajikan secara relevan dan wajar, sehingga hal ini akan membuat investor ingin melakukan penanaman modal, yang pada akhirnya akan membentuk harga ekuilibrium yang lebih tinggi

Berdasarkan hipotesis pasar efisien, harga keseimbangan baru akan dibentuk secara cepat dan akurat ketika suatu informasi yang relevan mengenai perusahaan masuk ke dalam pasar. Hal ini mengindikasikan ketika pengumuman *Annual Report Award* diumumkan, investor di dalam pasar saham akan bereaksi dengan cara melakukan pembelian lembar saham pada perusahaan yang memenangkan *Annual Report Award* ini. Ketika banyak investor yang ingin melakukan pembelian lembar saham pada perusahaan pemenang akan menyebabkan terbentuknya harga keseimbangan baru, di mana harga lembar saham setelah pengumuman akan meningkat dibandingkan harga sebelum adanya pengumuman. Ketika informasi ini direspon lebih banyak lagi investor,

maka kenaikan harga akan berada diluar atau melebihi keuntungan yang diharapkan oleh investor. Keuntungan yang terjadi yang melebihi dari keuntungan yang diharapkan ini merupakan *abnormal return*. Hal yang sama juga terjadi pada frekuensi perdagangan saham, yang juga akan meningkat dibandingkan periode sebelum adanya pengumuman. Jika informasi tersebut dianggap buruk oleh pasar modal maka harga saham akan mengalami penurunan yang menyebabkan tidak terjadinya *abnormal return* dan juga frekuensi perdagangan saham akan menurun.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disusun kerangka pemikiran teoretis yang menyatakan hubungan antar variabel sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- H1: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *Annual Report Award*.
 H2: Terdapat perbedaan frekuensi perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *Annual Report Award*.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian komparatif untuk membandingkan persamaan atau perbedaan dua atau lebih fakta dan sifat

objek yang diteliti berdasarkan kerangka pemikiran tertentu. Penelitian komparatif adalah sejenis penelitian deskriptif yang digunakan untuk mencari jawaban secara mendasar tentang sebab-akibat, dengan menganalisis faktor-faktor penyebab terjadinya ataupun munculnya suatu fenomena tertentu. Jadi penelitian komparatif adalah jenis penelitian yang digunakan untuk membandingkan antara dua kelompok atau lebih dari satu variabel tertentu (Nazir 2005:7) dalam Hamdi dan Bahruddin (2014). Terdapat dua jenis variabel yang dibandingkan dalam penelitian ini yaitu *abnormal return* dan frekuensi perdagangan pada saat sebelum dan setelah pengumuman *Annual Report Award* dilakukan.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Data dokumenter yang digunakan terdiri atas harga penutupan saham harian dan frekuensi perdagangan saham harian perusahaan yang menerima penghargaan ARA 2016, 2015, dan 2014. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh oleh peneliti melalui pencarian dokumen dari berbagai sumber yang telah ada. Data sekunder penelitian ini bersumber dari website, yaitu: www.finance.yahoo.com, www.annualreport.id, dan www.idx.co.id.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah observasi pada harga saham harian dan frekuensi perdagangan saham.

Metode Analisis Data

Analisis dilakukan dengan menggunakan *event study*. Metodologi untuk melakukan penelitian *event study* menurut Elton dan Gruber (1995) dalam

Munawarah (2009) umumnya mengikuti prosedur sebagai berikut:

1. Mengumpulkan sampel perusahaan yang mempunyai suatu peristiwa yang ingin diteliti, dalam hal ini adalah perusahaan pemenang ARA tahun 2016, ARA tahun 2015, dan ARA tahun 2014.
2. Menentukan dengan tepat hari atau tanggal pengumuman dan menentukan sebagai hari 0, yaitu tanggal pengumuman ARA 2016 yang dilakukan pada tanggal 19 September 2017, pengumuman ARA 2015 yang dilakukan pada tanggal 27 September 2016, dan pengumuman ARA 2014 yang dilakukan pada tanggal 22 September 2015.
3. Menentukan periode penelitian atau *event window*. Penelitian ini menggunakan waktu jendela pengamatan (*windows date*), yaitu:
 - a. Tiga hari sebelum pengumuman (t-3) *Annual Report Award* 2016 yaitu tanggal 14, 15 dan 18 September 2017
 - b. Tiga hari sebelum pengumuman (t-3) *Annual Report Award* 2015 yaitu tanggal, 22, 23 dan 26 September 2016
 - c. Tiga hari sebelum pengumuman (t-3) *Annual Report Award* 2014 yaitu tanggal 17, 18 dan 21 September 2015
 - d. Tiga hari sesudah pengumuman (t+3) *Annual Report Award* 2016 yaitu tanggal 20, 21 dan 22 September 2017
 - e. Tiga hari sesudah pengumuman (t+3) *Annual Report Award* 2015 yaitu tanggal 28, 29 dan 30 September 2016.
 - f. Tiga hari sesudah pengumuman (t+3) *Annual Report Award* 2014 yaitu tanggal 23, 24 dan 25 September 2015
4. Untuk setiap sampel perusahaan dilihat *return* dan aktivitas frekuensi perdagangan pada masing-masing satuan periode (hari, minggu atau bulan).
5. Menghitung *Abnormal return* dari *return* yang sudah didapatkan untuk setiap perusahaan.
6. Menghitung frekuensi perdagangan untuk setiap perusahaan.
7. Menghitung rata-rata *Abnormal return* dan frekuensi perdagangan untuk masing-masing satuan periode (hari, minggu atau bulan) untuk keseluruhansampel.

Penelitian ini mengamati reaksi pasar yang terjadi selama 7 hari yaitu 3 hari sebelum pengumuman ARA, 3 hari setelah pengumuman ARA, dan hari pengumuman.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan informasi umum yang bisa menggambarkan bentuk umum dari data yang diteliti. Informasi yang dapat diperoleh melalui tabel deskriptif N (jumlah sampel), minimum, maksimum, *mean* (rata-rata), dan standar deviasi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif *Abnormal Return* (AR)

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maksimum
AR-SEBELUM	39	0.002714	0.0145446	-0.019149	0.073566
AR-SESUDAH	39	-0.001797	0.0102768	-0.024121	0.021723

Sumber: Output SPSS (2018)

Berdasarkan tabel statistik deskriptif di atas, dapat dilihat nilai *mean abnormal return* sebelum adalah sebesar 0.002714 yang berarti bahwa nilai *return* sesungguhnya lebih besar dibandingkan dengan *return* ekspektasi. Nilai standar

deviasi yang menunjukkan penyimpangan data sebesar 0.0145446. Nilai minimum sebesar -0.019149 yang dimiliki oleh PT Perusahaan Gas Negara Tbk dan nilai maksimum sebesar 0.073566 yang dimiliki oleh PT Bank Victoria Internasional Tbk.

Statistik deskriptif untuk *abnormal return* sesudah memperlihatkan *mean* sebesar -0.001797 yang berarti terjadi penurunan rata-rata *abnormal return* dibandingkan dengan sebelum pengumuman yang juga mengindikasikan *return* ekspektasi yang lebih besar dibandingkan dengan *return* sesungguhnya. Selain itu, standar deviasi menunjukkan penyimpangan data sebesar 0.0102768. Nilai minimum sebesar -0.024121 yang dimiliki oleh PT Elnusa Tbk. dan nilai maksimum sebesar 0.021723 yang dimiliki oleh PT AKR Corporindo Tbk.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Frekuensi Perdagangan

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maksimum
Fre-Sebelum	39	1888.15	1720.546	0	6583.25
Fre-Sesudah	39	2180.76	2165.834	0	11204

Sumber: Output SPSS (2018)

Berdasarkan tabel statistik deskriptif diatas, dapat dilihat nilai *mean* frekuensi perdagangan saham sebelum *event* adalah sebesar 1888.15 yang berarti terjadi rata-rata 1888 transaksi saham sebelum terjadinya *event*. Nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan sebesar 1720.546. Nilai minimum untuk frekuensi perdagangan saham sebelum terjadinya *event* adalah 0 yang dimiliki oleh PT Bank Nusantara Parahyangan Tbk dan PT ABM Investama Tbk sedangkan nilai maksimum sebesar 6583.25 dimiliki oleh PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.

Statistik deskriptif untuk frekuensi perdagangan saham sesudah *event*

memperlihatkan *mean* sebesar 2180.76 yang menunjukkan bahwa terjadi kenaikan frekuensi perdagangan saham sesudah terjadinya *event*. Selain itu, standar deviasi menunjukkan penyimpangan data sebesar 2165.834. Nilai minimum sebesar 0 yang dimiliki oleh PT Bank Nusantara Parahyangan Tbk dan PT ABM Investama Tbk sebelum dan setelah terjadinya *event* mengindikasikan tidak adanya transaksi yang dilakukan oleh kedua perusahaan ini sebelum dan setelah terjadinya *event* dan nilai maksimum sebesar 11204 dimiliki oleh PT Bank Rakyat Indonesia Tbk.

Uji Normalitas

Dalam penelitian ini uji normalitas yang digunakan adalah uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dengan menggunakan taraf signifikansi 0,05. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk melihat apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan perangat lunak *Statistical Program for Social Science (SPSS)*. Data dinyatakan berdistribusi normal jika signifikansi lebih besar dari 5% atau 0,05.

Tabel 3. Uji Normalitas *Abnormal Return*

	ARSebelum	AR Sesudah
N	39	39
Kolmogorov-Smirnov Z	1.334	0.610
<i>Asymp. Sig (2-tailed)</i>	0.057	0.850

Sumber: Output SPSS (2018)

Hasil uji normalitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa *asymp sig.* sebesar 0.057 untuk *abnormal return* sebelum *event* dan 0.850 untuk *abnormal return* setelah *event*, hal ini berarti bahwa data berdistribusi normal sebab nilai hasil ujiannya lebih besar dari nilai probabilitasnya (0.05).

Tabel 4. Uji Normalitas Frekuensi Perdagangan

	Frekuensi Sebelum	Frekuensi Sesudah
N	39	39
Kolmogorov-Smirnov Z	0.851	0.998
Asymp.Sig (2-tailed)	0.464	0.292

Sumber: Output SPSS (2018)

Hasil uji normalitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa *asympt sig.* sebesar 0.464 untuk frekuensi perdagangan saham sebelum *event* dan 0.292 untuk frekuensi perdagangan saham setelah *event*, hal ini menunjukkan bahwa data berdistribusi normal sebab nilai hasil ujinya lebih besar dari nilai probabilitasnya (0.05).

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji beda rata-rata *Paired Sample t-Test*. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk melihat apakah ada perbedaan pada *abnormal return* dan frekuensi perdagangan saham pada saat sebelum dan sesudah pengumuman ARA 2014, 2015 dan 2016. Untuk melakukan pengujian *Paired Sample t-Test*, data harus terdistribusi normal. Berdasarkan hasil uji normalitas untuk *abnormal return* (tabel 4.5) dan frekuensi perdagangan saham (tabel 4.6), menunjukkan bahwa data *abnormal return* dan frekuensi perdagangan saham sebelum dan sesudah *annual report award* (ARA) berdistribusi normal, oleh karena itu uji beda rata-rata *Paired Sample t-Test* dapat dilakukan.

Tabel 5. Uji *Paired Sample t-Test* *Abnormal Return*

	N	Sig.
AR Sebelum dan Sesudah	39	0.131

Sumber: Output SPSS (2018)

Berdasarkan hasil pengujian *Paired Sample t-Test* terlihat bahwa signifikansi 0.131, yang berarti nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka

hipotesis yang diajukan ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah publikasi *Annual Report Award* (ARA) 2014, 2015, dan 2016.

Tabel 6. Uji *Paired Sample t-Test* Frekuensi Perdagangan

	N	Sig.
Frekuensi Sebelum dan Sesudah	39	0.058

Sumber: Output SPSS (2018)

Berdasarkan hasil pengujian *Paired Sample t-Test* terlihat bahwa signifikansi 0.058, yang berarti nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka hipotesis yang diajukan ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan frekuensi perdagangan saham sebelum dan sesudah publikasi *Annual Report Award* (ARA) 2014, 2015, dan 2016.

Pembahasan

Hasil pengujian terhadap *abnormal return* perusahaan pemenang penghargaan ARA 2014, 2015, dan 2016 menghasilkan kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman ARA 2014, 2015, dan 2016. Tidak adanya perbedaan *abnormal return* dapat diakibatkan karena pasar yang kurang memberikan respon terhadap hasil pengumuman ARA 2014, 2015 dan 2016. Para investor menganggap pengumuman ARA 2014, 2015 dan 2016 sebagai suatu informasi yang kurang relevan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian penelitian yang dilakukan Kemala dan Ulupui (2015) yang menyatakan tidak terdapatnya perbedaan *abnormal return* pada perusahaan pemenang ARA 2012. Selain itu, penelitian ini menemukan hasil yang sama dengan penelitian Apriyanti dan Sidanti (2016) yang menyatakan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham pada perusahaan pemenang ARA, ICA, dan ISRA tahun 2014. Akan tetapi hasil

penelitian ini bertentangan dengan Darmawan (2015) yang menemukan adanya perbedaan *abnormal return* pada perusahaan pemenang ARA 2009-2012.

Teori hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Dalam pasar dengan kondisi efisien yang kuat, setiap informasi akan dengan cepat direspon oleh investor yang kemudian akan berdampak pada perubahan harga sekuritas terkait. Tidak terdapatnya perbedaan signifikan *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman ARA 2014, 2015 dan 2016 pada perusahaan pemenang menunjukkan bahwa pengumuman penghargaan ARA belum dianggap sebagai suatu informasi yang relevan bagi investor. Pasar belum memberikan perhatian penuh terhadap *event* ARA, karena perusahaan-perusahaan yang meraih penghargaan *Annual Report Award* (ARA) 2014, 2015 dan 2016 merupakan perusahaan-perusahaan yang tergolong besar, memiliki kinerja yang stabil, dan sahamnya merupakan pilihan utama bagi investor untuk berinvestasi, sehingga investor secara langsung berasumsi bahwa perusahaan tersebut memang sudah baik *corporate governance*-nya, tanpa mempertimbangkan pengumuman pemenang penghargaan. Selain itu, investor juga bersikap *wait and see* terhadap situasi yang terjadi di pasar modal saat itu dan telah memprediksi hasil dari pengumuman *Annual Report Award* (ARA), dimana hasil pengumuman tepat seperti apa yang diperkirakan oleh investor sebelumnya sehingga investor tetap bersikap stabil dalam menyikapi pengumuman *Annual Report Award* (ARA) dengan tidak mengubah keputusan investasi yang telah dibuat. Oleh sebab itu meskipun perusahaan menerima penghargaan, namun tidak dapat mengubah keinginan investor untuk melakukan investasi. Jika informasi ini tidak dapat meningkatkan minat investor maka tentu harga tidak

akan naik dan tidak dapat mencapai tingkat harga baru yang lebih tinggi.

Pasar saham Indonesia masih tergolong pasar efisien berbentuk lemah di mana informasi lambat direspon oleh investor sehingga harga-harga sekuritas juga secara lambat mencerminkan informasi yang beredar di pasar. Dalam pasar efisien berbentuk lemah kebanyakan investor lebih menggunakan informasi masa lalu sehingga informasi mengenai pengumuman ARA 2014, 2015 dan 2016 tidak dapat mengubah minat investor untuk berinvestasi, karena perusahaan-perusahaan pemenang pada dasarnya merupakan pilihan utama investor untuk berinvestasi dan sudah dikenal dengan reputasi yang baik di kalangan para investor (Kemala dan Ulupui, 2015). Oleh karena itu, ketika informasi mengenai pengumuman ARA beredar dipasar, investor tidak memberikan tanggapan atau reaksi yang dapat dapat menyebabkan terjadinya perubahan yang signifikan pada harga saham perusahaan pemenang, yang menyebabkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman ARA.

Hasil pengujian terhadap frekuensi perdagangan saham perusahaan pemenang penghargaan ARA 2014, 2015 dan 2016 menghasilkan kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada frekuensi perdagangan saham perusahaan pemenang ARA 2014, 2015 dan 2016 sebelum dan sesudah pengumuman penghargaan. Hasil penelitian ini juga memiliki hasil yang sama dengan penelitian Ruli (2014) yang menyatakan bahwa tidak adanya perbedaan frekuensi perdagangan saham dalam *event* lainnya. Namun hasil penelitian ini bertentangan Sandy, dkk (2016) yang menyatakan adanya perbedaan frekuensi perdagangan saham yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa pemecahan saham

Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan terhadap rata-rata frekuensi perdagangan saham perusahaan yang

memenangkan penghargaan sebelum dan sesudah pengumuman dapat disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan perusahaan yang besar dan sahamnya tergolong *blue chips stock*, seperti PT Unilever Indonesia Tbk. Perusahaan-perusahaan yang sahamnya tergolong *blue chips* merupakan pilihan utama bagi investor untuk berinvestasi sehingga hasil pengumuman penghargaan ARA tidak dapat lebih meningkatkan lagi minat investor untuk berinvestasi. Tidak terdapatnya peningkatan minat investor untuk bertransaksi menyebabkan tidak terjadi perubahan rata-rata frekuensi perdagangan saham yang signifikan sehingga merupakan hal yang wajar apabila tidak terjadi kenaikan rata-rata frekuensi perdagangan saham yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman penghargaan. Menurut Kayo (2013) dalam Kemala dan Ulupui (2015), perusahaan yang sahamnya tergolong *blue chips* merupakan perusahaan yang sahamnya memiliki nilai kapitalisasi pasar yang cukup besar (trilyun), selain itu persentase kepemilikan publik yang beredar cukup banyak, memiliki *track record* minimal 5 tahun melantai di bursa serta memiliki stabilitas dalam kinerjanya.

Meskipun informasi *Annual Report Award* (ARA) belum bisa direspon dengan kenaikan harga saham dan rata-rata frekuensi perdagangan saham secara signifikan oleh para investor, bukan berarti informasi mengenai publikasi *Annual Report Award* (ARA) tidak berguna, naiknya angka peserta *Annual Report Award* (ARA) dari tahun ke tahun menunjukkan bahwa kepedulian perusahaan-perusahaan di Indonesia terhadap keterbukaan dan kelengkapan penyajian laporan keuangan serta penerapan *good corporate governance* mulai tumbuh. Oleh sebab itu, publikasi *Annual Report Award* (ARA) ini lebih memberi manfaat kepada perusahaan yang berpartisipasi dalam penghargaan ini dibandingkan dengan investor, di mana

perusahaan dapat mengetahui sudah seberapa baik penyajian laporan keuangan dan penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh perusahaan tersebut berdasarkan penilaian dari dewan juri. Penilaian ini dapat dijadikan perusahaan sebagai kritik dan saran untuk pengembangan penyajian laporan keuangan dan penerapan *good corporate governance* lebih baik ke depannya.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis dan pengujian data serta pembahasan hasil penelitian yang telah dibahas sebelumnya maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. *Abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman ARA 2016, 2015, dan 2014 menunjukkan tidak adanya perbedaan pada saham perusahaan pemenang penghargaan. Tidak terdapatnya perbedaan *abnormal return* diakibatkan oleh kondisi pasar Indonesia yang terbentuk lemah sehingga informasi secara lambat direspon oleh investor yang lebih cenderung menggunakan informasi masa lalu sebagai pertimbangan keputusan investasi. Selain itu, investor juga cenderung bersikap *wait and see* mengamati situasi di pasar modal serta telah memprediksi hasil dari pengumuman ARA sehingga menyikapi pengumuman *Annual Report Award* (ARA) dengan tidak mengubah keputusan investasi yang telah dibuat.
2. Frekuensi perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman ARA 2014, 2015, dan 2016 menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan. Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan diakibatkan oleh kondisi pasar Indonesia yang berbentuk lemah, selain itu sebagian besar perusahaan yang diteliti tergolong perusahaan besar dan sahamnya tergolong saham *blue chip*, yang merupakan pilihan utama bagi investor untuk berinvestasi sehingga

merupakan hal yang wajar apabila pengumuman penghargaan tidak dapat meningkatkan minat investor untuk berinvestasi. Tidak terjadinya peningkatan minat investor ini menyebabkan tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan pada frekuensi perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman ARA 2014, 2015, dan 2016.

Adapun keterbatasan penelitian ini antara lain:

1. Pasar modal Indonesia masih tergolong pasar efisien berbentuk lemah sehingga informasi lambat direspon dan *event window* penelitian yang cukup singkat sehingga sulit mengukur perbedaan *abnormal return* dan frekuensi perdagangan saham bila periode penelitian pendek.
2. Sampel penelitian masih tergolong sedikit karena hanya berfokus pada pemenang penghargaan.

SARAN

Berdasarkan temuan yang diperoleh pada penelitian ini, dapat dikemukakan saran dan rekomendasi yang dapat dilakukan untuk penelitian sejenis dimasa yang akan datang yaitu:

1. Memilih *event* penghargaan yang lebih besar di mana peserta atau pemenang terdiri dari perusahaan yang mentransaksikan sahamnya di luar dan di dalam negeri seperti *Global CSR Summit and Award* serta menambah *event window* penelitian menjadi 5 hari bahkan lebih sehingga adanya perbedaan *abnormal return* dapat terlihat apabila direspon secara lambat oleh investor.
2. Menambah sampel penelitian dengan juga meneliti perusahaan-perusahaan yang menjadi partisipan dalam kegiatan *event* sejenisnya sehingga jumlah sampel penelitian mencukupi.

DAFTAR PUSTAKA

- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi Sebelas). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Ekawati, R. K. (2011). Analisis Perbedaan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Annual Report Awards* (ARA) di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ilmiah STIE MDP*, 1(1), 33-41.
- www.idx.co.id
- Kemala, K. C., dan Ulupui, I.G.K.A. (2015). Reaksi Pasar Terhadap Publikasi *Annual Report Award*. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 11(1), 171-185.
- Newell, R., dan Wilson, G. (2002). A Premium for *Good Governance*. *The McKensy Quarterly*, 3, 2-23.
- Fama, E. E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Barus, C.A., dan Christina. (2014). Pengaruh Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 4(1), 41-50.
- Darmawan, A. B. (2015). Pengaruh *Annual Report Award* (ARA) Terhadap Nilai Perusahaan (*Event Study* pada Perusahaan Peraih ARA 2009-2012). <https://eprints.uns.ac.id/16835/>
- Song, F., Tan, H., dan Wu, Y. (2005). Trade Size, Trade Frequency, and the Volatility-Volume Relation. *The Journal of Risk Finance*, 6(5).
- Harris, M., dan Raviv, A. (1993). Differences of Opinion Make a Horse Race. *Review of Financial Studies*, 6(3), 473-506.
- Silviyani, S. dan Adiputra (2014). Pengaruh Likuiditas Perdagangan Saham Dan Kapitalisasi Pasar Terhadap *Return* Saham Perusahaan Yang Berada Pada Indeks LQ45 Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2013, *e-Journal*, 2(1), Universitas Pendidikan Ganesha.

- Ruli, R. P., dan Nur. E., Hariyani, E. (2014). Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap *Return Saham*, *Abnormal return*, Frekuensi Perdagangan, Volume Perdagangan, Risiko Saham dan Kapitalisasi Pasar Pada Perusahaan Property, Real Estate dan Building Construction yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2011. *JOM FEKON*, 1(2), 1-15.
- Hamdi, A.S., dan Bahruddin, E. (2014). *Metode Penelitian Kuantitatif: Aplikasi dalam Pendidikan*. Yogyakarta: Deepublish.
- www.annualreport.id
- www.finance.yahoo.com
- Apriyanti dan Sidanti, H (2016). Perbedaan *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Pemenang *Award* tahun 2014 pada Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi*, 11(2), 91-98.
- Sandi, A.A., Halim, A., dan Sari, A.R. (2016). Perbedaan Frekuensi Perdagangan Saham, *Return Saham* dan Trading Volume Activity Sebelum dan Setelah Pemecahan Saham pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal riset mahasiswa akuntansi*, 4(2).
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20* (Edisi 6). Semarang: BP Universitas Diponegoro.