

# Symposium Nasional Akuntansi XVI

MANADO, 25-28 SEPTEMBER 2013

## Analisis Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Sanksi

SUA 16  
Kiryanto

**KIRYANTO\***

**AZHAR ARDI**

*Unissula*

***Abstract:** This study investigates stock price reactions to sanction announcement in the 2000-2011 period. A stock price event study is thus conducted on a public listed companies in Indonesia to examine the announcement effect of sanction that release from Indonesia capital market supervisory agency (Bapepan). We use one model to examine abnormal return, market model. Hypothesis testing with one sample T Test and Pair T Test. We find significant negative abnormal stock price reaction around event days announcement. The result also suggest that cumulative abnormal return have decline on event period of announcement. Last result show that no differences between pre-event with event date and event date with post-event of sanction announcement.*

***Keywords :** Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, Market Mode, Sanction.*

\* Corresponding author: kiryanto\_fe@yahoo.co.id

### Pendahuluan

Beberapa penelitian *event study* memang telah banyak dilakukan dengan berbagai peristiwa yang bervariasi yang banyak menguji *event-event* tentang informasi internal maupun eksternal. Beberapa penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan yang beragam tentang adanya reaksi harga saham terhadap pengumuman atau informasi (*event*). Namun, penelitian di dalam negeri tentang informasi eksternal yang bersumber dari pengumuman pemerintah dalam hal ini pengumuman sanksi Bapepam LK masih jarang dilakukan. Padahal informasi ini merupakan informasi penting bagi investor. Dalam konteks pasar modal di Indonesia, Bapepam LK berwenang untuk mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal.

Husnan (2005) menyatakan bahwa keberadaan Bapepam LK dimaksudkan agar dapat mewujudkan kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, efisien dan melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Untuk melayani para pemangku kepentingan, Bapepam LK selalu melakukan siaran pers baik lewat media cetak, elektronik ataupun internet. Bapepam LK selalu mengupdate informasi untuk melindungi investor dari perlakuan yang tidak *fair* dari emiten, mengantisipasi masalah yang timbul dan menjaga kredibilitas sistem pelaporan. Oleh karena itu, *regulator* menetapkan aturan yang harus dipatuhi oleh perusahaan kemudian mengumumkannya kepada publik.

Dalam *annual report* Bapepam (2011) dijelaskan bahwa ketika ketentuan atau peraturan tersebut dilanggar, maka Bapepam akan memberikan sanksi terkait pelanggaran tersebut. Pengumuman sanksi dilaporkan kepada publik dalam bentuk *press release* di internet dengan alamat [www.Bapepam.go.id](http://www.Bapepam.go.id). Dari *press release* tersebut investor dapat mengetahui penyebab pemberian sanksi kepada suatu perusahaan. Pemberian sanksi kepada perusahaan publik memiliki implikasi yang sangat besar, salah satunya pandangan investor terhadap perusahaan tersebut. Karena investor tentunya menginginkan perusahaan publik tempat mereka berinvestasi bersih dari segala pelanggaran yang ditetapkan dari Bapepam. Perusahaan publik

yang melakukan pelanggaran akan terkena sanksi dan investor akan melakukan berbagai macam tindakan untuk merespon kejadian tersebut.

Secara empiris, terdapat bukti adanya reaksi harga saham setelah pengumuman berbagai event yang dipaparkan sebelumnya. Penelitian yang menguji pengaruh pengumuman dari pihak ketiga terhadap reaksi harga saham misalnya penelitian yang dilakukan Feroz *et al.* (1991) yang menyebutkan bahwa terjadi penurunan *return* 13% , 2 hari saat terjadi pengungkapan adanya laporan dugaan pelanggaran. Pasar bereaksi negatif atas pengumuman investigasi yang dilakukan SEC. Rao (1997) meneliti berita yang dirilis *wall street journal* tentang perilaku tidak etis perusahaan misalnya penyyuapan, kejahatan kerah putih, dan skandal yang hasilnya terhadap perusahaan yang terlibat mengalami *return* yang lebih rendah dari yang diharapkan, terutama pada saat tanggal rilis.

Griffin *et al.* (2000) menyebutkan pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penuntutan dijalar hukum atas saham yang terkena *fraud*. Ferris and Pritchard (2001) menemukan hasil penelitian bahwa pasar bereaksi secara negatif signifikan pada hari pertama dan kedua terhadap rahasia yang terbongkar tentang adanya potensial kecurangan namun secara keseluruhan pasar tidak bereaksi terhadap hasil penuntutan. Cox dan Weirich (2002) melakukan riset reaksi harga saham terhadap kecurangan laporan keuangan yang menyatakan bahwa pengumuman kecurangan laporan keuangan berdampak sangat negatif 2 hari terhadap pasar saham disekitar hari sebelum dan pada saat pengumuman oleh Wall Street Journals. Mereka mengungkapkan pengumuman tentang pelaporan kecurangan keuangan akan berdampak negatif terhadap *return* saham.

Chen *et al.* (2005) menguji reaksi harga saham terhadap investigasi CSRC (*China Securities Regulatory Commission*) dan menyimpulkan bahwa tindakan investigasi tersebut menyebabkan penurunan harga saham 1-2% dalam 5 hari di sekitar *event*. Dowell (2005) menghasilkan penelitian yang menyimpulkan bahwa saham mengalami *abnormal return*

negatif 6,18% atas adanya pengumuman investigasi yang dilakukan SEC. Li *et al.* (2006) menyebutkan reaksi harga saham terhadap pembuatan undang-undang yang dilakukan SOX (*Sarbanes Oxley Act of 2002*) adalah positif terhadap *event* saat proses pembuatan undang-undang. Voon (2008) menyimpulkan bahwa pasar modal Malaysia dalam kondisi tidak efisien.

Cook dan Grove (2009) menyatakan dalam risetnya bahwa rata-rata *cumulative abnormal return* mengalami negatif 14,07% di sekitar 1 hari sebelum dan setelah pengumuman dugaan kecurangan yang dirilis SEC. Kaltchev (2009) meneliti tentang adanya penuntutan terhadap sekuritas dan memberi dampak negatif terhadap harga saham tetapi efeknya tidak terlalu besar. Christensen *et al.* (2010) menyimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman investigasi SEC dengan 29% penurunan dalam *abnormal return* selama 3 hari yaitu 1 hari sebelum, saat dan 1 hari setelah pengumuman.

Di sisi lain ada beberapa penelitian yang menunjukkan hasil yang berbeda misalnya Hines *et al.* (1999) meneliti dampak *press release* perusahaan yang terkena kasus dan hasil menyebutkan pengumuman tersebut tidak mempengaruhi pergerakan harga saham. Puah dan Liew (2011) menguji efek pengumuman *white collar crime* pada reaksi harga saham dan menyimpulkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar modal Malaysia tidak efisien. Sha (2012) menguji reaksi harga saham terhadap tindakan investigasi yang dilakukan SEC dan menyimpulkan bahwa investor tidak percaya penuh pada apa yang dilakukan SEC atau para investor bisa mengantisipasi hasil investigasi. Timbul (2004) dalam Tjahjono (2007) menemukan bahwa tidak seluruhnya *event good news* menghasilkan *abnormal return positif* dan *bad news* menghasilkan *abnormal return* negatif. Pada segmen sosial politik peristiwa *good news* menghasilkan *abnormal return* negatif dan 2 (dua) peristiwa *bad news* menghasilkan *abnormal return* positif. Pada segmen ekonomi 3 (tiga) peristiwa *good news* menghasilkan

*abnormal return* negatif. Beberapa fenomena tersebut di atas menunjukkan adanya reaksi harga saham terhadap berbagai pengumuman atau *event* dengan hasil yang saling kontradiksi. Oleh karena itu, tujuan penelitian ini adalah menguji reaksi harga saham terhadap informasi pengumuman sanksi Bapepam.

#### Kerangka Pemikiran Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini adalah penelitian *event study* dengan basis teori Pasar Sekuritas Efisien. Fama (1970) memberikan definisi pasar efisien adalah sebuah pasar yang memiliki harga yang mencerminkan segala informasi yang ada. Informasi yang akan diteliti kali ini adalah pengumuman dari *regulator* pasar modal. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan pasar memiliki reaksi terhadap informasi yang bersumber dari pihak *regulator* tersebut misalnya penelitian yang dilakukan Rao (1997) meneliti berita yang dirilis *wall street journal* tentang perilaku tidak etis perusahaan misalnya penyuapan dan skandal, Griffin *et al.* (2000) tentang pengumuman penuntutan dijalar hukum atas saham yang terkena *fraud*.

Cox dan Weirich (2002) melakukan riset pengumuman kecurangan laporan keuangan oleh *Wall Street Journals*, Chen *et al.* (2005) meneliti investigasi CSRC (*China Securities Regulatory Commission*), Dowell (2005) meneliti pengumuman investigasi yang dilakukan SEC, yang kesemuanya menghasilkan adanya *abnormal return* dan perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa. Perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah tersebut menunjukkan adanya reaksi harga saham.

Pengumuman sanksi merupakan informasi yang penting bagi publik terutama investor karena berkaitan dengan perusahaan dan harga saham. Pengumuman sanksi Bapepam merupakan *event* dalam pengujian pasar efisien bentuk semi kuat karena sumber informasinya adalah informasi publik (Jogiyanto, 2003). Pengumuman sanksi dipandang mempunyai kandungan informasi apabila ada reaksi harga saham yang muncul yang dilihat

dari pergerakan harga saham atau adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman.

Apabila terjadi suatu *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman atau ada perbedaan antara sebelum dan sesudah pengumuman sanksi maka pasar bisa dikatakan efisien bentuk semi kuat, namun apabila tidak ada perbedaan yang signifikan disekitar tanggal pengumuman atau dengan kata lain tidak ada reaksi harga saham terhadap pengumuman sanksi maka pasar modal Indonesia dalam keadaan tidak efisien. De Bondt dan Thaler (1985) mengajukan hipotesis *over* reaksi di mana dalam merespon informasi baru, para investor cenderung bersikap berlebihan dan tidak begitu memperhatikan informasi masa lalu. Pergerakan harga saham yang ekstrem dalam arah yang berlawanan merupakan *over* reaksi. Jika saham mengalami *over* reaksi maka hal ini kontradiksi dengan pasar efisien bentuk lemah. Efisiensi pasar bentuk lemah adalah jika informasi pergerakan harga saham masa lalu tercermin pada harga saham saat ini (Cox dan Weirich 2002).

Di sisi lain pasar efisien bentuk kuat informasinya adalah bersifat khusus, dalam artian diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia. Bentuk pasar semacam ini akan sulit dicapai, bahkan di negara maju sekalipun. Pada pasar bentuk kuat berarti sudah mencapai efisiensi bentuk yang sempurna (Sunariyah, 1997).

Beberapa penelitian terdahulu menyebutkan bahwa pengumuman tentang investigasi atau pemeriksaan oleh lembaga semacam BAPEPAM LK misalnya SEC di Amerika atau CSRC (*China Securities Regulatory Commission*) menimbulkan adanya *abnormal return* negatif. Misalnya Feroz *et al.* (1991) menyebutkan bahwa terjadi *cumulative abnormal return* negatif 12,9% , 2 hari sebelum dan saat terjadi pengungkapan adanya laporan dugaan pelanggaran. Hal tersebut disebabkan pasar menganggap akuntansi bermasalah pada perusahaan khususnya pengakuan pendapatan yang terlalu dini, *overstatement* pada aktiva lancar dan laba dilaporkan melebihi yang seharusnya (*overstated*) bisa berdampak pada

prospek perusahaan masa depan sehingga pasar bereaksi negatif atas pengumuman investigasi yang dilakukan SEC atas perusahaan-perusahaan tersebut.

Chen *et al.* (2005) menguji reaksi harga saham terhadap investigasi CSRC (*China Securities Regulatory Commission*) terkait pergantian auditor, opini auditor, dan pemecatan CEO, menyimpulkan bahwa atas tindakan investigasi tersebut menyebabkan dampak negatif terhadap harga saham yang dialami beberapa perusahaan menurun sekitar 1-2% dalam 5 hari di sekitar *event*. Pasar saham memandang apa yang dilakukan CSRC terhadap perusahaan yang terlibat dalam pelanggaran aturan adalah berita buruk. Pasar kehilangan kepercayaan terhadap perusahaan, pengakuan nilai saham menjadi lebih rendah dari yang diharapkan, biaya yang ditanggung perusahaan akan naik karena sanksi, dan juga pengumuman tersebut merupakan publikasi yang negatif sehingga menimbulkan reputasi yang negatif pula.

Dowell (2005) menghasilkan penelitian yang menyimpulkan bahwa saham mengalami *abnormal return* negatif 6,18% atas adanya pengumuman investigasi yang dilakukan SEC terhadap pencatatan kembali laba (*earning restatements*). Pasar menilai biaya hukum yang akan muncul yang akan ditanggung perusahaan dan menurunkan persepsi pasar terhadap *standard good governance* yang dijalankan perusahaan.

Li *et al.* (2006) menyebutkan reaksi harga saham terhadap pembuatan undang-undang yang dilakukan SOX (*Sarbanes Oxley Act of 2002*), bahwa pasar bereaksi positif terhadap *event* saat proses pembuatan undang-undang karena undang-undang tersebut meningkatkan kepercayaan investor terhadap pelaporan keuangan. Voon (2008) menyimpulkan bahwa pasar modal Malaysia secara informasi tidak efisien, karena tidak adanya reaksi investor terhadap pengumuman kejahatan korporasi.

Cook dan Grove (2009) menyatakan dalam risetnya bahwa, rata-rata kumulatif *abnormal return* di sekitar 1 hari sebelum dan setelah pengumuman terhadap dugaan kecurangan yang dirilis SEC mengalami negatif 14,07%. dalam tingkat signifikansi 1%.

Dengan latar belakang penyimpangan akuntansi dan pelaporan keuangan yang dilakukan Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco, penelitian Cook dan Grove menyimpulkan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi, perusahaan membayar sangat besar para eksekutifnya dalam bentuk *stock option*, perusahaan dengan menempatkan wakil manajemen lebih banyak dalam komisaris independen, pendiri perusahaan yang mempunyai hubungan istimewa dengan CEO, menimbulkan *cumulative abnormal return* negatif.

Christensen *et al.* (2010) menguji reaksi investor terhadap pengumuman investigasi yang dilakukan SEC mengindikasikan dalam hasil penelitian mereka bahwa pasar bereaksi dengan 29% penurunan dalam *abnormal returns* selama 3 hari yaitu (1 hari sebelum pengumuman, tanggal saat pengumuman dan 1 hari setelah pengumuman). Puah dan Liew (2011) menguji pengumuman adanya kejahatan kerah putih pada tiap-tiap perusahaan yang terkena kasus dengan tanggal masing-masing menyimpulkan bahwa terdapat *abnormal return* negatif 10 hari setelah pengumuman.

Berdasarkan kerangka penelitian diatas maka dapat di kembangkan suatu hipotesis sebagai berikut :

- H1: Terdapat *abnormal return* negatif disekitar tanggal pengumuman menggunakan *market model*
- H2: Terdapat perbedaan *average abnormal return* antara sebelum (*pre-event*) dengan saat pengumuman (*event window*) menggunakan *market model*
- H3: Terdapat perbedaan *average abnormal return* antara saat pengumuman (*event window*) dan setelah pengumuman (*post-event window*) menggunakan *market model*
- H4: Terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* negatif disekitar tanggal pengumuman menggunakan *market model*

## Metode Penelitian

### 3.1 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan – perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia). Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Penarikan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*, artinya populasi yang dijadikan sampel adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu yang dikehendaki, diambil secara tidak acak. Sampel terpilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2000).

Kriteria-kriteria pengambilan sampel penelitian ini antara lain:

1. Saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000 sampai 2011.
2. Perusahaan yang terkena kasus dan dikenai sanksi berdasarkan pengumuman *press-release* Bapepam dari tahun 2000 - 2011.

### 3.2 Definisi Operasional Variabel

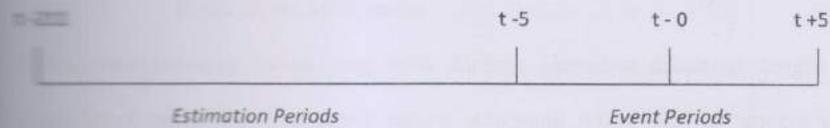
Variabel dari penelitian ini adalah *abnormal return*. Jogiyanto (2003) menjelaskan *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian return tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi.

### 3.3 Teknik Analisis Data

#### 3.3.1 Penentuan periode pengamatan

Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini dibagi menjadi dua periode yaitu: periode ekspektasi dan periode pengamatan. Periode ekspektasi diambil selama 200 hari perdagangan (Jogiyanto, 2003). Periode pengamatan diambil selama 11 hari yaitu mulai dari  $t-5$ ,  $t_0$  sampai  $t+5$ , dimana  $t_0$  adalah pengumuman sanksi. Penentuan periode

pengamatan selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman menggunakan model *Chatterjee et al.* (2010) dan untuk menghindari adanya *confounding effect* yang dapat menyebabkan *return* saham yang bersangkutan mengalami perubahan (Mayasari, 2000)



Gambar 3.1 Periode waktu pengamatan (*estimation and event periods*)

### 3.3.2 Langkah – langkah pengolahan data

#### 3. Pengujian H1

Untuk menguji hipotesis 1, melakukan perhitungan *abnormal return* menggunakan rumus Jagyanto (2003) sebagai berikut:

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

Keterangan :

$AR_{i,t}$  = *Abnormal Return* Saham i pada periode t

$R_{i,t}$  = *Return* Sesungguhnya terjadi saham i pada periode t

$ER_{i,t}$  = *Expected Return* (*Return* yang diharapkan) saham i pada periode t

*Return* Sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada periode t yang merupakan selisih dari harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Rumusnya adalah :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

$P_{i,t}$  = Harga saham sekarang

Yaitu Harga penutupan hari itu.

$P_{i,t-1}$  = Harga saham sebelumnya

Return masing-masing saham yang telah dihitung kemudian dikurangi dengan *expected return* untuk menentukan *abnormal return*. *Abnormal return* periode jendela yang telah dihitung kemudian diuji tingkat signifikansinya dengan menggunakan *one sample t-test*.

### III. Pengujian H2 dan H3

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan :

1. Menghitung *Average Abnormal Return* pada periode jendela untuk hari ke sebelum, saat dan setelah pengumuman. *Average abnormal return* dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmetika sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k ARI_{i,t}}{k}$$

Keterangan :

$AAR_t$  = *Average Abnormal Return* pada periode t

$ARI_{i,t}$  = *Abnormal Return* saham i pada periode t

k = jumlah saham

### 2. Uji Statistik dengan *Pair T-Test*

Untuk menguji hipotesis bahwa apakah ada tingkat signifikansi antara *average abnormal return* sebelum pengumuman dibandingkan saat pengumuman dan setelah pengumuman dihitung dengan *Pair T-Test*. Untuk menentukan tingkat signifikansi tabel, taraf nyata yang digunakan sebesar 5% dengan derajat kebebasan,  $df = (n-k-1)$  dimana k merupakan jumlah variabel bebas.

### III. Pengujian H4

Pengujian hipotesis 4 dilakukan dengan menghitung *Cumulative Abnormal Return*. Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *return* tidak normal atau (*cumulative abnormal return*) yang merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya didalam periode peristiwa untuk masing – masing saham. Rumus CAR adalah sebagai berikut :

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

Keterangan :

$CAR_{i,t}$  = *Cumulative Abnormal Return* saham i pada hari/periode t, yang diakumulasi dari *abnormal return* saham i

## Hasil dan Pembahasan

### 4.1 Hasil Pengujian H1

Pengujian hipotesis 1 bertujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama *event window*. Hipotesis 1 yang menyatakan terdapat *abnormal return* negatif sebelum tanggal pengumuman mengandung pengertian bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik, signifikan tidak sama dengan nol atau negatif untuk kabar buruk (Jogiyanto, 2005).



Tabel 4.1 *One Sample T-Test Abnormal Return*

Hari	Market Model			Hari	Market Model		
	mean	t statistic	sig		mean	t statistic	sig
-5	0,00648	1,318	0,199**	1	0,00549	,928	0,362
-4	0,00866	2,463	0,021***	2	-0,00541	-1,704	0,101**
-3	-0,00385	-,691	0,496	3	0,00433	,778	0,444
-2	0,00449	,726	0,474	4	0,00094	,261	0,796
-1	-0,00746	-2,188	0,038***	5	-0,00318	-,431	0,670
0	-0,00529	-1,353	0,188**				

\*\*\*secara statistik signifikan pada level 5%

\*\*secara statistik signifikan pada level 20%

Tabel 4.1 menyajikan Hasil analisis *One-Sample T Test Market Model* yang

menunjukkan adanya *abnormal return* positif signifikan pada hari ke 4 dan *abnormal return* negatif pada hari ke 1 sebelum pengumuman serta hari ke 2 setelah pengumuman. T hitung pada hari ke 4 sebelum pengumuman tersebut sebesar 2,463 dengan tingkat signifikan 0,021 atau 2%. T hitung pada h -1 sebesar -2,188 dengan tingkat signifikan 0,038 atau 3,8% sedangkan t hitung pada hari ke 2 setelah pengumuman sebesar -1,704 dengan tingkat signifikan 0,101 atau 10,1%. Berdasarkan hasil yang diperoleh maka dapat dikatakan H1 diterima yaitu terdapat *abnormal return* negatif disekitar tanggal pengumuman.

#### 4.2 Hasil Pengujian H2 dan H3

Pengujian hipotesis H2 dan H3 dilakukan dengan menghitung *average abnormal return* kemudian melakukan uji statistik dengan *Pair T-Test* untuk menguji hipotesis bahwa apakah ada tingkat signifikansi antara *average abnormal return* sebelum pengumuman dibandingkan saat pengumuman dan setelah pengumuman dihitung dengan *Pair T-Test*. Untuk menentukan tingkat signifikansi tabel, taraf nyata yang digunakan sebesar 5% dengan derajat kebebasan,  $df = (n-k-1)$  dimana k merupakan jumlah variabel bebas. Hasil pengujian hipotesis 2 dan 3 adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.2** *Pair T-Test Average abnormal return sebelum, saat dan setelah pengumuman sanksi dengan metode market model*

	Mean	t statistic	Sig(2-tailed)
Perbandingan Pre Event period dengan Event Period	,006370	2,535	,018
Perbandingan Event period dengan Post Event Period	-,001591	-,506	,617

Tabel 4.2 menunjukkan hasil statistik dengan angka t hitung sebesar 2,535 lebih besar dari t tabel sebesar 2,060 dan alfa 0,18. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan *average abnormal return* antara sebelum dan saat pengumuman sanksi menggunakan *metode market model*. Hasil uji statistik diatas menyimpulkan bahwa H2 diterima. Sedangkan hasil pengujian H3 yaitu perbandingan periode saat dan setelah pengumuman menunjukkan hasil statistik dengan angka t hitung sebesar -0,506 dan alfa 0,617. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* antara saat dan setelah pengumuman sanksi menggunakan *metode market model*. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa H3 ditolak.

**4.3 Hasil Pengujian H4**

Hasil uji statistik dari *cumulative abnormal return* dengan *market model* adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.3** *Cumulative Abnormal Return Market Model*

	Pre-Event (Days -5 to -2)	Event (Days -1 to +1)	Post-Event (Days -5 to -2)	
<i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i>	0,0157 0,0459	0,0085 0,0668	0,0052 0,0738	Mean Std. Dev
<i>Comparison to zero</i>	1,753	0,651	0,360	t-statistic
<i>Comparison of Pre-Event period and Event period</i>	1,079			t-statistic
<i>Comparison of Event period and Post-Event period</i>		0,413		t-statistic

Tabel 4.3 merupakan hasil rata-rata *cumulative abnormal return* dengan menggunakan metode *Market Model*. Hasil tabel 4.3 menunjukkan *mean* pada periode sebelum *event*

sebesar 0,0157, pada saat *event* sebesar 0,0085 dan setelah *event* sebesar 0,0052. Jika dibandingkan dengan nilai 0, hasil *t* hitung pada *pre-event* sebesar 1,753, pada saat *event* sebesar 0,651 dan *post-event* sebesar 0,360. Hasil perbandingan *cumulative abnormal return* keseluruhan antara sebelum-saat pengumuman dan saat-setelah pengumuman tidak menunjukkan angka yang signifikan dengan angka *t* hitung untuk sebelum-saat pengumuman hanya 1,079 dan saat-setelah pengumuman sebesar 0,413.

Gambar 4.3 merupakan grafik rata-rata *Cumulative Abnormal Return* menggunakan metode *Market Model*. Gambar 4.3 menunjukkan adanya penurunan *abnormal return* namun masih dalam nilai yang positif 0,0030 pada saat pengumuman sehingga dapat disimpulkan bahwa harga saham mengalami penurunan *abnormal return* pada saat pengumuman sanksi. Selanjutnya *abnormal return* bergerak secara acak mengalami kenaikan dan penurunan pada hari berikutnya. Dari perhitungan secara statistik dan gambar grafik *cumulative abnormal return* dengan metode *market model* diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat *cumulative abnormal return* negatif disekitar pengumuman sehingga hipotesis H3c diterima.

#### 4.4 Pembahasan

##### 4.4.1 Pembahasan hasil pengujian H1

Hasil perhitungan *abnormal return* menggunakan metode *market model* menunjukkan adanya *abnormal return* baik positif maupun negatif. *Abnormal return* positif terjadi di hari ke-5 dan 4 sebelum pengumuman dengan taraf signifikan 20% dan 5%. Sebaliknya, *abnormal return* negatif terjadi di hari ke 1, saat pengumuman dan hari ke 2 setelah pengumuman dengan taraf signifikansi masing – masing 5%, 20% dan 10%. Hasil keseluruhan tentang pengujian *abnormal return* dengan *one sample t-test* dengan ketiga metode dapat dikatakan bahwa harga saham bereaksi terhadap pengumuman sanksi dan relatif cepat. Jika dilihat dari hari munculnya reaksi maka terjadinya pada saat *event period* yaitu -1, 0, +1. Maka dari hasil



tersebut dapat disimpulkan bahwa H1 diterima yaitu terdapat *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman sanksi.

#### 4.4.2 Pembahasan hasil pengujian H2 dan H3

Hasil *average abnormal return* pada tabel 4.2 yang menggunakan *market model* sebelum dan saat pengumuman sanksi menunjukkan ada perbedaan signifikan, namun *abnormal return* yang muncul nilainya positif. Sekalipun hasil *abnormal return* positif namun pada titik event pengumuman sanksi terjadi, *abnormal return* mengalami penurunan, artinya ada sentimen negatif terhadap harga saham. Investor mempunyai persepsi negatif dengan ditunjukkan adanya *abnormal return* yang menurun walaupun abnormal return masih diatas nilai 0. Sedangkan pada saat pengumuman dan setelahnya tidak perbedaan yang signifikan, sehingga H2 diterima dan H3 ditolak.

#### 4.4.3 Pembahasan hasil pengujian H4

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *return* tidak normal atau CAR (*cumulative abnormal return*) yang merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya didalam periode peristiwa untuk masing – masing saham (Jogiyanto, 2005). Bodie *et al.* (2009) dalam Puah dan Samuel (2011) menyatakan :” *The CAR is better indicator of total impact of information release*”. CAR adalah indikator paling baik dalam mengukur reaksi dari adanya suatu informasi.

Hasil perhitungan CAR menggunakan *market model* pada tabel 4.3 menunjukkan hasil yang berbeda dengan 2 metode sebelumnya. Metode *market model* menghasilkan angka *abnormal return* positif. Perbedaan hasil perhitungan CAR antara *market model* dengan 2 metode sebelumnya disebabkan hasil regresi untuk mendapatkan nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  menyebabkan penurunan nilai *expected return*. Nilai *expected return* yang lebih rendah dari *return* saham yang bersangkutan menyebabkan angka *abnormal return* menjadi positif. Namun angka *abnormal return* yang positif tidak berarti pengumuman sanksi ditafsirkan sebagai kabar

baik. Walaupun terdapat *abnormal return* yang positif sebelum pengumuman namun terjadi penurunan *abnormal return* pada saat tanggal pengumuman walaupun *abnormal return* masih dalam nilai yang positif, artinya pengumuman sanksi direspon negatif oleh investor. Pada hasil uji beda, tidak ada perbedaan CAR antara sebelum, saat dan sesudah pengumuman sanksi. Berdasarkan hasil di atas secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa pengumuman sanksi menimbulkan penurunan harga saham atau menghasilkan *abnormal return* negatif. Penurunan tersebut terlihat masih terjadi dalam beberapa hari setelah pengumuman. Hal tersebut menunjukkan bahwa berita buruk mengenai sanksi atas suatu perusahaan, baik disebabkan oleh manipulasi pasar, *overstatement laba*, pelanggaran atas benturan transaksi kepentingan tertentu atau terlambat dalam menyampaikan laporan keuangan memberikan dampak negatif cukup lama terhadap perusahaan. Jawaban atas hipotesis 3 adalah diterima yaitu terdapat *cumulative abnormal return* negatif disekitar tanggal pengumuman.

### Kesimpulan Dan Saran

#### 5.1 Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan hasil pengujian dan beberapa analisis yang telah dibahas sebelumnya adalah berikut :

1. Bukti empiris pengujian *abnormal return* dengan metode *market model* menunjukkan terdapat *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman dan beberapa hari setelah pengumuman.
2. Hasil uji beda *average abnormal return* dengan menggunakan *market model* antara sebelum dan saat pengumuman menunjukkan perbedaan yang signifikan.
3. Hasil uji beda *average abnormal return* dengan menggunakan *market model* antara saat dan setelah pengumuman tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan.
4. Hasil perhitungan *cumulative abnormal return* dengan menggunakan metode *market model* menunjukkan tidak terdapat *abnormal return* negatif di sekitar periode

pengamatan baik, sebelum, saat dan setelah pengumuman. Namun grafik menunjukkan *abnormal return* bergerak turun walaupun masih diatas angka 0.

5. Hasil penelitian ini mendukung teori pasar efisien atau *efficient market hypothesis* yang menjelaskan bahwa pasar bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang tersedia. Bukti – bukti empiris mendukung teori pasar efisien secara informasi dilihat dari dari harga saham yang mengalami *abnormal return* negatif dilihat dari uji *one sample t –test* maupun grafik CAR pada saat pengumuman sanksi. Dalam konteks pengumuman sanksi bentuk pasar efisien penelitian kali ini adalah pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form*) karena sumber informasinya adalah informasi yang dipublikasikan.
6. Pengumuman sanksi merupakan informasi berkonotasi *bad news*, dan hasil membuktikan investor bereaksi cepat terhadap berita buruk.

#### 5.2 Keterbatasan dan saran

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel sebanyak 30 karena kriteria yang dipersyaratkan hanya informasi yang dirilis di publik. Penelitian selanjutnya hendaknya mencoba sampel yang lebih banyak dengan tanggal *cut off* atau tanggal pengumuman yang diambil sesuai tanggal pengiriman surat sanksi dari bapepam kepada emiten. Apabila informasi tersebut tergolong informasi privat maka pengujian *efficient market hypothesis* dalam konteks tersebut adalah pasar bentuk kuat (*strong form*).
2. Penelitian selanjutnya dapat mencoba periode pengamatan yang lebih panjang untuk dapat melihat bagaimanakah respon harga saham yang terkena sanksi dalam jangka panjang apakah kembali dalam titik keseimbangan tertentu atau berdampak panjang.

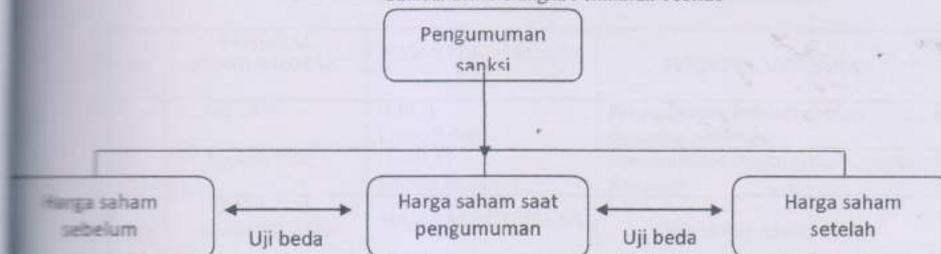
3. Perusahaan perlu terus memperbaiki kinerja sehingga tidak terkena sanksi dari pihak regulator, karena perusahaan yang terkena sanksi mengisyaratkan kepada publik sebagai perusahaan yang bermasalah. Tentu hal tersebut dapat mengganggu strategi investasi dari perusahaan khususnya dan iklim investasi pasar modal secara nasional.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. 2011. *The Journey Ahead*, Annual Report.
- Beaver, William H. 1968. Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, pp. 67-92
- Chan, Gongmeng, Michael Firth, Ning Gao dan Oliver Rui. 2005. Is China's Securities Regulatory Agency a Tamibless Tiger? Evidence from Enforcement Actions. Hong Kong Polytechnic University
- Christensen, Theodore E., Daniel Gyung, H. Paik dan Chistopher. D. Williams. 2010. Market Efficiency and Investor Reactions to SEC Fraud Investigations. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, Vol. 2, Issue 7, Special Issue
- Cio, Raymond A. K dan Thomas. R. Weirich. 2002. The Stock Market Reaction to Fraudulent Financial Reporting. *Managerial Auditing Journal*, 17,7
- Coak, Tim dan Hugh Grove. 2009. The Stock Market Reaction to Allegations of Fraud and Earnings Manipulation. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, Vol. 1, Issue 2
- De Bondt, Werner F.M dan Richard Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?. *The Journal of Finance*, Vol. 30, No. 3 July
- Fama, Eugene F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417
- Hess, H. Ethan, Kyungjoo Park dan Victor S Pastena. 1991. The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Journal of Accounting Research*, Vol 29
- Hess, P. Stephen dan A.C. Pritchard. 2001. Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform Act. John M.Olin Center for Law and Economics
- Ikhsani, Umam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Griffin, A. Paul, Joseph A. Grundfest dan Michael A. Perino. 2000. Stock Price Response to News of Securities Fraud Litigation : Market Efficiency and the Slow Diffusion of Costly Information. *Social Science Research Network*. John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No. 208
- Hess, Terry, Karen Mc Bride dan Michael Page. 1999. An Investigation into the Stock Market Reaction to Press Notices Issued by the Financial Reporting Review Panel. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 5 Issue II
- Ikhsan, Saif. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi Keempat. UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Suprianto. 2003. *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, Yogyakarta : BPFE.

- Kalichev, D. Georgi. 2009. Securities Litigation and Stock Returns : An Event Study. *International Conference on Applied Economics*, ICOAE
- Li, Baolin, Morton Pincus dan Sonja Olhofft Rego. 2006. Market Reaction to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Earning Management. University of California, Irvine, Irvine, CA 92697-3125
- Majumari, Oti. 2000. Pengaruh Pengumuman Laporan Laba/Rugi Akuntansi terhadap Harga Saham di PT. Bursa Efek Jakarta Indonesia (Studi Kasus pada Perusahaan yang Masuk LQ45 Periode Februari 1999-Juli 1999). *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro
- McDowell, John. 2005. A Look at Market's Reaction to the Announcements of SEC investigations. The Leonard N. Stern School of Business. Glucksman Institute for Research in Securities Markets
- Mulianah, Lidiana Sri, Ghozali Maskie dan M. Harry Susanto. 2009. Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Right Issue di Bursa Efek Jakarta (BEJ) (Pengamatan terhadap Return, Abnormal Return, Security Return Variability, dan Trading Volume Activity). *WACANA*, Vol.12 No. 4, ISSN. 1411-0199
- Pudjito, Novi. 2001. Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kabinet Baru (Saham-saham LQ 45 Sebagai Contoh). *Tesis*, Magister Manajemen, Universitas Diponegoro
- Puterman, Pamela P. 1989. Event Studies : A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer, 28, Abi/Inform, pg. 36
- Puah, Chio-Hong dan Samuel Wei-Siew Liew. 2011. White-collar crime and Stock Return : Empirical Study from Announcement Effect. *Munich Personal Repec Archive*, No. 31748
- Rao, W. Suresh. 1997. The Effect of Announcement of Bribery, Scandal, White Collar Crime, and Illegal Payment on Returns to Shareholders. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 10 Number 3, 5-11
- Rao, Anandh Kumar. 2011. Market Reaction to Bonus Issues and Stock Splits in India: an Empirical Study. *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 17 No.1
- Selamat, Uma. 2006. *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*, Salemba Empat, Jakarta, Edisi 4, Buku 2
- Shu, Yuchen. 2012. Market Reaction to The SEC Enforcement Action. *Master Thesis*, Department Accountancy Faculty of Economics and Business Studies Tilburg University
- Sugiono. 2008. *Metodologi Penelitian Bisnis*, CV ALFABETA, Bandung
- Susanto, Harry. 1997. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Cetakan Pertama, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Susanto. 2005. Pengaruh Informasi Laporan Keuangan Interim Sebelum dan Sesudah Pengumuman Terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*, Magister Akuntansi, Universitas Diponegoro
- Tatikus, Setyo. 2007. Kasus Pengungkapan Korupsi Memakai Teori Akuntansi dengan Pendekatan Event Approach. *Litbangradhyas*, Vol. II
- Wong, Sun-Ling, Chio-Hong Puah dan Harry Entebang. 2008. Corporate Crime Announcement Effects on Stock Performance: An Empirical Study in Malaysia. *Journal of Economic Cooperation*, 29, 2, 15-28

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis



Tabel 4.3 One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test market model

		-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
N		26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	,00648	,00866	-	,00449	-	-	,00549	-	,00433	,00094	-
	Std. Deviation	,02507	,01794	,02841	,03159	,01740	,01994	,03021	,01619	,02840	,01835	,03766
Most Extreme Differences	Absolute	,196	,170	,235	,236	,249	,232	,162	,193	,194	,130	,235
	Positive	,166	,170	,110	,236	,135	,130	,162	,193	,187	,130	,235
	Negative	-,196	-,105	-,235	-,166	-,249	-,232	-,135	-,061	-,194	-,103	-,191
Kolmogorov-Smirnov Z		,997	,868	1,196	1,202	1,269	1,183	,824	,986	,990	,663	1,198
Asymp. Sig. (2-tailed)		,273	,439	,114	,111	,080	,122	,506	,286	,281	,771	,113

a. Test distribution is Normal.  
 b. Calculated from data.

Hasil statistik diatas dengan data yang menggunakan *market model* menunjukkan tingkat signifikansi dari hari ke 5 sebelum pengumuman berturut-turut sampai hari ke 5 setelah pengumuman sebesar 0,273; 0,439; 0,114; 0,111; 0,080; 0,122; 0,506; 0,286; 0,281; 0,771; 0,113. Seluruh probabilitas tersebut lebih besar dari alfa 0,05 artinya data berdistribusi normal.

Tabel 4.4 Daftar Sampel Perusahaan terkena kasus dan sanksi

NO	TANGGAL PENGUMUMAN	NAMA PERUSAHAAN	JENIS PELANGGARAN
1	31 Juli 2000	(LPLI) Lippo E-Net	Pengungkapan ketidakbenaran mengenai perseroan
2	31 Agustus 2000	(BMRA) Bintuni Minaraya	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan
NO	TANGGAL PENGUMUMAN	NAMA PERUSAHAAN	JENIS PELANGGARAN
3	31 Agustus 2000	(DGSA) Daya Guna Samudra	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan
4	31 Agustus 2000	(DSST) Dharmala Sakti Sejahtera	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan dan Benturan Kepentingan atas Transaksi tertentu
5	31 Agustus 2000	(SUMI) Super Mitory Utama	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan dan Benturan Kepentingan Transaksi tertentu
6	31 Oktober 2000	(BIPP) Bhuwanatala Indah Permai	Pelanggaran atas keterbukaan informasi
7	31 Oktober 2000	(DILD) Dharmala Intiland	Benturan Kepentingan atas Transaksi tertentu
8	31 Nopember 2000	(MYRX) Hanson Industri Utama	Benturan Kepentingan atas Transaksi tertentu
9	5 Februari 2001	(PNIN) Panin Insurance	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan
10	5 Februari 2001	(SPMA) Suparma	Penambahan Modal tanpa Hak Memesan Efek terlebih dahulu
11	23 Maret 2001	(POFI) Panca Overseas Finance	Keterlambatan Penyampaian Laporan Gugatan Pailit
12	23 Maret 2001	(TFCO) Tifico	Pelanggaran Pedoman Penyajian Laporan Keuangan
13	26 April 2001	(APLI) Asiaplast Industries	Manipulasi Pasar
14	26 April 2001	(MEDC) Medco Energi Internasional	Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu
15	8 Nopember 2002	(JIHD) Jakarta International Hotels & Development	Benturan Kepentingan transaksi tertentu
16	8 Nopember 2002	(MLPL) Multipolar	Benturan Kepentingan Transaksi tertentu
17	10 Agustus 2003	(JIHD) Jakarta International Hotels & Development	Pelanggaran tentang Keterbukaan Informasi yang harus segera diumumkan kepada publik
18	8 Nopember 2004	(INAF) Indofarma	Tidak sesuai dengan PSAK dan <i>overstatement</i> laba
NO	TANGGAL PENGUMUMAN	NAMA PERUSAHAAN	JENIS PELANGGARAN
19	21 September 2005	(SHDA) Sari Husada	Penyampaian Informasi yang kurang lengkap
20	23 Nopember 2005	(GRIV) Great River Internasional	Overstatement Penjualan dan Piutang

21	1 Februari 2007	(PGAS) Perusahaan Gas Negara	Keterbukaan informasi yang harus segera diumumkan kepada publik
22	7 Desember 2007	(ARTI) Arona Binasejati	Pelanggaran pedoman penyajian-laporan keuangan
23	7 Desember 2007	(IMAS) Indomobil Sukses Internasional	Pelanggaran prosedur transaksi material dan perubahan kegiatan usaha utama
24	7 Desember 2007	(TFCO) Teijin Indonesia Fiber Corporation	Pelanggaran kewajiban penyampaian laporan berkala dan tanggungjawab direksi atas laporan keuangan
25	7 Juli 2009	(KPIG) Global Land Development	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan
26	7 Juli 2009	(NIPS) Nipress	Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan
27	8 Nopember 2010	(BNBR) Bakrie & Brothers	Pelanggaran peraturan tentang laporan realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum dan transaksi material
28	8 Nopember 2010	(ENRG) Energi Mega Persada	Pelanggaran peraturan tentang laporan realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum dan transaksi material
29	8 Nopember 2010	(UNSP) Bakrie Sumatra Plantation	Pelanggaran peraturan tentang laporan realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum dan transaksi material
30	26 April 2011	(MEGA) Bank Mega	Pelanggaran keterbukaan informasi yang harus segera diumumkan kepada publik

Sumber : bapepam

Tabel 4.5 One Sample T-Test Abnormal Return

Har i	Market Model			Har i	Market Model		
	mean	t statistic	sig		mean	t statistic	sig
-5	0,00648	1,318	0,199**	1	0,00549	,928	0,362
-4	0,00866	2,463	0,021** *	2	-0,00541	- 1,704	0,101**
-3	-0,00385	-,691	0,496	3	0,00433	,778	0,444
-2	0,00449	,726	0,474	4	0,00094	,261	0,796
-1	-0,00746	-2,188	0,038** *	5	-0,00318	-,431	0,670
0	-0,00529	-1,353	0,188**				

\*\*\*secara statistik signifikan pada level 5%

\*\*secara statistik signifikan pada level 20%



Gambar 4.3 Grafik *Cumulative Abnormal Return Market Model*

