



**ANALISIS KORELASI INVESTMENT OPPORTUNITY SET(IOS)
TERHADAP RETURN SAHAM DI PASAR MODAL INDONESIA**



PERPUSTAKAAN PUSAT UNIVERSITAS HASANUDDIN	
Tgl. Terima	13-11-2006
Asal Dpt	Fak. Ekonomi
Balok	11sat/05
Ukura	H
No. Inventaris	60/13-11-6
No. Klas	34571

NAMA : A. KARMILA M.
NIM : A 311 01 024
JURUSAN : AKUNTANSI

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR**

2006

**ANALISIS KORELASI *INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)*
TERHADAP RETURN SAHAM DI PASAR MODAL INDONESIA**



Oleh :

ANDI KARMILA MAKKARUMPA

A311 01 024

Skripsi Sarjana Lengkap Untuk Memenuhi Sebagian
Syarat Guna Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
Jurusan Akuntansi Pada Fakultas Ekonomi
Universitas Hasanuddin
Makassar

Disetujui Oleh:

Pembimbing I

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ishak', with a horizontal line underneath.

Drs. Muh. Ishak Amsari, M.Si, Ak

Pembimbing II

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Syarifuddin', with a horizontal line underneath.

Drs. Syarifuddin Rasyid, M.Si

**ANALISIS KORELASI INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)
TERHADAP RETURN SAHAM DI PASAR MODAL INDONESIA**

OLEH
ANDI KARMILA MAKKARUMPA
A31101024

TELAH DIUJI DAN LULUS TANGGAL 29 APRIL 2006

TIM PENGUJI

<u>Nama penguji</u>	<u>Jabatan</u>	<u>Tanda Tangan</u>
1. Drs. H. Amiruddin, M.Si, Ak	(Ketua, FE-UH)	1. 
2. Drs. Syamsuddin, M.Si, Ak	(Sekretaris, FE-UH)	2. 
3. Drs. Asri Usman, M.Si, Ak	(Anggota, FE-UH)	3. 
4. Drs, M. Achyar Ibrahim, Ak	(Anggota, FE-UH)	4. 

DISETUJUI OLEH,

Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi
Universitas Hasanuddin
Ketua


Drs. H. Amiruddin, M.Si, Ak

Tim Penguji
Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi Unhas
Ketua


Drs. H. Amiruddin, M.Si, Ak

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat ALLAH SWT yang senantiasa melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga penulisan skripsi ini sebagai salah satu syarat akademik untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi Universitas Hasanuddin akhirnya dapat diselesaikan. Hari-hari yang melelahkan dalam perpaduan cinta, bingung, semangat dan frustrasi akhirnya dapat terlewati bersamaan dengan rampungnya penulisan skripsi ini. Semua ini tentunya karena kasih sayang dan kemurahan ALLAH SWT.

Berbagai kesulitan dan hambatan penulis alami selama merampungkan skripsi ini, namun berkat bimbingan, bantuan dan kerjasama yang tulus dan ikhlas dari berbagai pihak sehingga akhirnya skripsi ini dapat terselesaikan. Sebab itu pada kesempatan ini penulis juga ingin mengucapkan rasa terima kasih dan rasa hormat yang setinggi-tingginya kepada :

1. **Ayahanda Drs. Nawasir NM, BE** dan **Ibunda A. Munawar** atas segala cinta, kasih, doa, pengertian, dan kesabaran yang diberikan (I love u so much...). Buat My sister Lili n Titi atas cinta, canda dan semangatnya dan My brother Dedi untuk segala bantuannya.
2. **Barlianta Jumhari Sigit** yang selalu menjadi penopang disaat sedih datang dan menemani setiap indah yang telah dan akan kita lalui.
3. Bapak Drs. H. Amiruddin, M.Si, Ak selaku Ketua Jurusan Akuntansi Universitas Hasanuddin Makassar atas segala bantuan yang telah diberikan..

4. Bapak Drs. Muh. Ishak Amsari, M.Si, Ak sebagai Pembimbing I dan Bapak Drs. Syarifuddin Rasyid, M.Si sebagai Pembimbing II atas segala waktu dan bimbingannya.
5. Pak Anto dan Pak Aso atas segala bantuan dan cerita-ceritanya.
6. K' Erni dan Mbak Lisa terima kasih banyak atas kesabarannya, ketulusannya dan semua bantuannya hingga akhirnya skripsi ini dapat diselesaikan.
7. Untuk sahabat-sahabatku : Amyushar, Megalrwan, Odaspar, n Nina Jomblo, Rahma, Ira-Dien, Noey sepupu yang selalu memberikan semangat dan menjadi teman dalam suka maupun duka. Thank's atas persahabatan yang telah terjalin, you are my best friends
8. Accounting 01 Crew : Ely, untuk semua bantuan dan saran-sarannya (Thank's banget), Yani, SE (makasih untuk semangat dan saran-sarannya), Debbie (buruan... ditungguh ayah !!!), Yana, Ayu, igu, sultra, noey, k'dian, bellamy, mas chandra, catur, gafur, uma, ebon, irfan senyum2, dan semua teman-teman yang tidak saya sebutkan bukanlah suatu ketidakinginan namun karena dirimu telah terukir di hati ini.

Semoga bantuan yang diberikan mendapat balasan yang setimpal dari Allah SWT dan semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi para pembaca Amin.

Makassar, 30 April 2006

Andi Karmila Makkarumpa

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
AB I. PENDAHULUAN	
I.1. Latar Belakang Masalah	1
I.2. Perumusan Masalah	5
I.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian	5
I.4. Sistematika Penulisan	6
AB II. LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS	
II.1. Peneliti Terdahulu	7
II.2. Konsep Investment Opportunity Set	9
II.3. Berbagai Alternatif Proksi Investment Opportunity Set	11
II.4. Imbal Hasil Saham (Return) dan Reaksi Pasar	14
II.5. Korelasi	18
II.6. Perumusan Hipotesis	20
AB III. METODE PENELITIAN	
III.1. Daerah Penelitian	23
III.2. Sumber Data	23

III.3. Populasi dan Sampel	23
III.4. Variabel dan Pengukurannya	25
III.5. Metode Analisis	27
BAB IV. ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN	
IV.1. Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Terhadap Reaksi Pasar.....	30
IV.2. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Market To Book Value Of Asset Terhadap Return Saham.....	32
IV.3. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Market To Book Value Of Equity Terhadap Return Saham.....	34
IV.4. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi Earnings Per Share/Price Terhadap Return Saham.....	35
IV.5. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi Capital Addition To Asset Book Value Terhadap Return Saham.....	36
IV.6. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi Capital Addition To Asset Market Value Terhadap Return Saham.....	38
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN	
V.1. Kesimpulan	40
V.2. Saran	42
DAFTAR PUSTAKA	44

DAFTAR TABEL

Tabel 1	Angka Indeks Korelasi Pearson	19
Tabel 2	Proses Pemilihan Sampel	25
Tabel 3	Descriptive Statistic	31
Tabel 4	One-Sample Kolmogrov-Smirnov Test.....	31
Tabel 5	Nonparametric Correlations MKTBKASS-CAR.....	33
Tabel 6	Nonparametric Correlations MKTBKEQ-CAR	34
Tabel 7	Nonparametric Correlations EP-CAR	35
Tabel 8	Nonparametric Correlations CAPBVA-CAR.....	37
Tabel 9	Nonparametric Correlations CAPMVA-CAR.....	38

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Total Asset Perusahaan Sampel
- Lampiran 2 Total Ekuitas Perusahaan Sampel
- Lampiran 3 Harga Penutupan Saham Perusahaan Sampel
- Lampiran 4 Jumlah Lembar Saham Beredar Perusahaan Sampel
- Lampiran 5 Fixed Asset Perusahaan Sampel
- Lampiran 6 Earnings per Share Perusahaan Sampel
- Lampiran 7 MKTBKASS Perusahaan Sampel
- Lampiran 8 MKTBKEQ Perusahaan Sampel
- Lampiran 9 CAPBVA Perusahaan Sampel
- Lampiran 10 CAPMVA Perusahaan Sampel
- Lampiran 11 Proksi IOS dan CAR Perusahaan Sampel
- Lampiran 12 Abnormal Return Perusahaan Sampel
- Lampiran 13 Statistik Deskriptif Variabel IOS dan CAR
- Lampiran 14 Nonparametric Correlations



BAB I
PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi. Menurut Smith dan Watts (1992:263) dalam Subekti (2001:820) peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS : *Investment Opportunity Set*).

Perusahaan merupakan sebuah kombinasi antara aset milik perusahaan dengan pilihan investasi di masa datang (Myers 1977, dalam Gaver & Gaver 1993) yang dikutip oleh Fijrianti (2000:852). Pilihan-pilihan investasi di masa datang ini kemudian dikenal dengan istilah set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). Menurut Gaver & Gaver (1993) dalam Fijrianti (2000:852), IOS perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi maka IOS memerlukan sebuah proksi (Hartono 1999) dalam Fijrianti (2000:852). Disebabkan oleh sifatnya yang tidak dapat diobservasi ini, IOS cenderung tidak sempurna jika diukur dengan menggunakan hanya satu rasio saja.

Sehingga diperlukan sebuah proksi berupa satu set variabel. Hal ini didukung oleh Kallapur dan Trombley (2001) dalam Nugroho dan Hartono (2002:193) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak – pihak di luar perusahaan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian.

Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang.

Menurut Gaver and Gaver (1993:125) dalam Subekti (2001:822) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*). Oleh karena itu, jika peneliti ingin mengetahui maka harus mencari dan menghitung sendiri. Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkannya menjadi proksi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya.

Kallapur and Trombley (1999) dalam Cahyani (2004:2) dalam studinya menggunakan klasifikasi proksi IOS berikut :

a. Proksi berdasarkan harga

Proksi berdasarkan harga ini dipercaya pada gagasan bahwa jika prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar, maka perusahaan yang berpotensi tumbuh akan mempunyai nilai pasar relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*asset in place*).

b. Proksi berdasarkan investasi

Proksi berdasarkan investasi ini dipercaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.

c. Proksi berdasarkan varian

Proksi berdasarkan varian ini dipercaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang bertambah, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

Proksi IOS dapat digunakan untuk menilai apakah perusahaan itu dikategorikan perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh. Apabila proksi IOS tersebut dinyatakan sebagai proksi yang valid sebagai proksi pertumbuhan, maka secara intuitif dapat dinyatakan juga sebagai informasi atau sebagai sinyal di pasar modal.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian tentang analisis korelasi investment opportunity set (IOS) terhadap return saham yang dilakukan oleh Erni Cahyani (2004) yang dalam penelitiannya menggunakan empat proksi IOS yaitu *market to book value of asset ratio* (MKTBKASS), *market to book value of equity ratio* (MKTBKEQ), *ratio of capital addition to asset book value* (CAPBVA), dan *earning per share/price ratio* (EP) ratio. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat korelasi positif sebagian besar rasio dari proksi IOS yang ditelitinya dengan *return* saham dan hanya terdapat satu rasio yang berkorelasi negatif dengan *return* saham yaitu E/P . Sedangkan dalam penelitian ini, penulis menambahkan proksi IOS yaitu *ratio of capital addition to asset market value* (CAPMVA). Alasan menggunakan proksi IOS ini karena dalam penelitian yang dilakukan oleh Tetet Fijrianti (2000) membuktikan bahwa CAPMVA sebagai proksi IOS berbasis pada investasi memiliki korelasi yang positif dengan realisasi pertumbuhan. Dalam penelitian ini, selain penulis menambahkan proksi IOS juga memperluas periode pengamatan. Tahun pengamatan penulis menggunakan tahun 1999-2003 sedangkan peneliti sebelumnya menggunakan tahun penelitian tahun 1998-2000.

Berdasarkan hal-hal yang dipaparkan di atas maka penulis tertarik untuk membahas masalah “Analisis Korelasi *Investment Opportunity Set* (IOS) Terhadap Return Saham di Pasar Modal Indonesia”.



1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, maka untuk menjawab pertanyaan apakah nilai IOS sebagai proksi pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan dan korelasi yang signifikan dengan reaksi pasar yang direpson oleh para investor melalui perubahan return saham, maka pokok masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

'Apakah proksi IOS model rasio memiliki korelasi yang signifikan terhadap perubahan *return* saham?'

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1. Tujuan penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah diuraikan tersebut, maka tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah :

1. Menemukan bukti empiris hubungan antara IOS dengan perubahan return saham, yang disurogasi dengan cumulative abnormal return perusahaan yang publik di Bursa Efek Jakarta.
2. Menemukan bukti empiris adanya korelasi antara proksi IOS suatu perusahaan terhadap reaksi pasar modal di Bursa Efek Jakarta.

2. Manfaat penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat terhadap :

1. Eksistensi teori IOS sebagai proksi pertumbuhan perusahaan di Indonesia atau di pasar modal Indonesia yang sedang berkembang.
2. Bagi penulis, untuk menambah wawasan di bidang pasar modal

3. Sebagai media pustaka bagi pembaca dan peneliti selanjutnya.

1.4. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini disusun sebagai berikut :

BAB I Pendahuluan

Meliputi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan.

BAB II Landasan Teori dan Perumusan Masalah

Meliputi hasil penelitian terdahulu, teori-teori atau konsep-konsep yang berhubungan dengan materi penelitian serta hipotesis yang akan diuji.

BAB III Metode Penelitian

Meliputi populasi dan sampel, variabel dan pengukuran penelitian, sumber data dan metode analisis.

BAB IV Analisis Data dan Hasil Penelitian

Meliputi pengujian hipotesis dan pembahasan hasil pengujian hipotesis.

BAB V Kesimpulan dan Saran

Meliputi kesimpulan dari hasil analisis data dan pengujian hipotesis, keterbatasan, kontribusi dari penelitian serta saran-saran yang diajukan untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

1. Peneliti Terdahulu

Berbagai penelitian tentang IOS telah dilakukan Myers dalam *Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics* (1977:147-175) mengemukakan mengenai IOS sebagai *Asset in place* (aktiva riil) dan opsi investasi masa depan. Gagasan dari Myers (1977) dikembangkan oleh Smith dan Watts dalam *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, Journal of Financial Economics* (1992:263-292) yang menghitung nilai IOS dengan cara mengkombinasikan beberapa jenis proksi yang mengimplikasikan nilai aktiva riil (nilai buku aktiva, ekuitas perusahaan) dan nilai kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa depan. Smith dan Watts (1992) mulai mengembangkan penelitian mengenai IOS dengan mengajukan usulan tentang proporsi asosiasi antara IOS perusahaan yang dihubungkan dengan kebijakan pendanaan, deviden, dan kompensasi dengan menggunakan data yang disusun berdasarkan level industri. Hasil dari penelitiannya menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki peluang bertumbuh yang tinggi akan memiliki struktur modal dengan utang yang relatif kecil. Perusahaan yang bertumbuh memiliki pembayaran deviden yang lebih kecil dengan memberikan kompensasi yang lebih besar terhadap manajemen. Alasan pemberian kompensasi yang besar terhadap manajemen didasarkan atas keyakinan bahwa perusahaan yang bertumbuh dengan baik

dikelola oleh manajemen yang baik pula sehingga terdapat asosiasi antara IOS dengan kinerja manajemen. Gaver dan Gaver dalam *Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, *Journal of Accounting and Economics* (1993:125-160) menemukan bahwa potensi pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari proporsi antara nilai pasar saham dengan nilai bukunya.

Penelitian mengenai IOS di Indonesia antara lain dilakukan oleh Prasetyo (2000) yang menemukan bukti empiris bahwa terdapat hubungan antara IOS dengan harga pasar yang tercermin dengan adanya reaksi pasar yang berbeda terhadap perusahaan yang tumbuh (*growth firms*) dengan perusahaan yang tidak tumbuh (*nongrowth firms*). Erni Cahyani (2004) menyatakan bahwa terdapat korelasi positif sebagian besar rasio dari proksi IOS yang ditelitinya dengan *return* saham dan hanya terdapat satu rasio yang berkorelasi negatif dengan harga saham yaitu E/P. Penelitian lainnya dilakukan oleh Fitrijanti (2000), memberikan bukti empiris bahwa skor faktor dari rasio-rasio individu proksi IOS berkorelasi signifikan dengan pertumbuhan perusahaan dan dapat memberikan petunjuk mengenai level IOS perusahaan yang baik. Penelitian relevan lainnya dilakukan oleh Nugroho dan Hartono (2002) dengan menguji korelasi gabungan proksi IOS berbasis harga, varian, dan investasi dengan realisasi pertumbuhan pada data *pooled*.

Perkembangan yang ingin dihasilkan dari penelitian ini adalah pengujian hubungan atau korelasi antara variabel IOS terhadap reaksi pasar modal. Pertanyaan yang ingin dijawab dalam penelitian ini adalah apakah nilai IOS

sebagai proksi pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan dan korelasi yang signifikan dengan reaksi pasar yang direspon oleh para investor melalui perubahan *return* saham. Proksi IOS yang diuji nilai korelasinya dalam penelitian ini adalah proksi IOS model rasio yang telah ditemukan dalam penelitian sebelumnya sebagai variabel yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan.

2.2. Konsep Investment Opportunity Set

Beberapa nilai yang berhubungan dengan saham, yaitu : nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*), dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan perusahaan emiten. Nilai pasar merupakan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham. Memahami konsep ini merupakan hal yang perlu dan berguna, karena dapat digunakan untuk mengetahui saham-saham mana yang bertumbuh (*growth*) dan yang murah (*undervalued*). Dengan mengetahui nilai buku dan nilai pasar, pertumbuhan perusahaan dapat diketahui. Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menunjukkan *Investment Opportunity Set (IOS)* atau set kesempatan investasi di masa datang. Smith dan Watts (1992) juga Gaver dan Gaver (1993) dalam Subekti (2001:823) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proksi dari IOS yang merupakan pengukur pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari nilai satu yang berarti pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya.

IOS menurut Myers (1977:148) dalam Fijrianti (2000:852) merupakan kombinasi antara aktiva rill (*asset place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Menurut Gaver dan gaver (1993) dalam Jati (2003:577) IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang. Potensi pertumbuhan dapat ditunjukkan dengan perbedaan antara nilai pasar dengan nilai buku dan adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong 1991) dalam Jati (2003:577). Seringkali perusahaan tidak melaksanakan semua kesempatan investasi di masa datang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang. Opsi investasi di masa yang akan datang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh riset dan pengembangan saja tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibanding perusahaan yang setara dalam satu industri. Karena terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan perusahaan.

Karakteristik perusahaan yang mengalami pertumbuhan dapat diukur antara lain dengan peningkatan penjualan, pembuatan produk baru atau diversifikasi produk, perluasan pasar, ekspansi atau peningkatan kapasitas, penambahan aset, mengakuisisi perusahaan lain, investasi jangka panjang, dan lain-lain. Proksi IOS dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi yang berpotensi tumbuh atau tidak berpotensi tumbuh. Perusahaan yang berpotensi tumbuh akan memiliki skor nilai pasar terhadap nilai bukunya lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak berpotensi tumbuh (Smith dan Watts 1992) dalam Subekti (2001:823).

2.3. Berbagai Alternatif Proksi Investment Opportunity Set

Berbagai macam proksi pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam set kesempatan investasi atau IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian. Proksi ini dapat diklasifikasikan dalam empat tipe, yaitu :
(1) proksi berbasis pada harga (2) proksi yang berbasis pada investasi (3) proksi yang berbasis varian (4) pengukuran gabungan dari IOS.

1. Proksi Berbasis pada Harga. Proksi ini mendasarkan pada perbedaan antara aset dan nilai perusahaan, oleh karena itu proksi ini sangat tergantung pada harga saham (Hartono 1999) yang dikutip Cahyani (2004:13). Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan aset yang dimilikinya (Kallapur dan Trombley 1999) dalam Cahyani (2004:13). Dengan demikian

proksi berbasis pada harga dibentuk sebagai suatu rasio yang berhubungan dengan pengukuran aset yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Proksi berbasis harga meliputi : a) *Market value of equity plus book value of debt (V)*, b) *Ratio of book to market value of asset (A/V)*, c) *Ratio of book to market value of equity (BE/MVE)*, d) *Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value (PPE/V)* dan e) *Ratio of replacement value of asset to market value (Tobin-Q)*, f) *Ratio of depreciation expense to value (DEP/V)* dan g) *Earning Price ratio*.

2. Proksi Berbasis pada Investasi. Proksi berbasis pada investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan. Perusahaan dengan IOS tinggi juga akan mempunyai tingkat investasi yang sama tinggi, yang dikonversi menjadi aset yang dimiliki (Kallapur dan Trombley 1999) dalam Cahyani (2004:14). Proksi berbasis investasi ini dibentuk dengan menggunakan rasio dengan membandingkan ukuran investasi pada ukuran aset yang telah dimiliki atau dengan hasil operasi yang dihasilkan dengan aset yang dimiliki. Proksi ini mencakup : a) *Ratio R&D expense to firm value (R&D/V)*, b) *Ratio of R&D expense to total assets (R&D/A)*, c) *Ratio of R&D expense to sales (R&D/S)*, d) *Ratio of capital addition to firm value (CAP/X)* dan e) *Ratio of capital addition to asset book value (CAPX/A)*.

3. Proksi Berbasis pada Varian. Proksi ini didasarkan pada ide bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Proksi ini mencakup : a) *Variance of total return (VARPET)* dan b) *Beta Market* . Hasil penelitian Kallapur dan Trombley (1999) dengan menggunakan proksi IOS menunjukkan bahwa hampir seluruh proksi IOS memiliki korelasi yang signifikan dengan realisasi pertumbuhan, kecuali *EPS/price*. Hal ini dijelaskan oleh Kallapur dan Trombley bahwa meskipun perusahaan yang bertumbuh memiliki aset yang relatif lebih kecil terhadap *value of the firm*, namun mampu menghasilkan arus laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Dengan demikian antara perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh memiliki rata-rata *EPS/price* yang tidak berbeda. Proksi IOS dengan variabel R&D tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Hal ini dijelaskan bahwa R&D lebih banyak berdampak pada efisiensi biaya. Korelasi yang tidak signifikan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan juga ditemukan pada proksi VARPET dan *Beta Market*.
4. Proksi Gabungan dari Proksi Individual. Selain pengujian dengan menggunakan berbagai rasio individual seperti yang telah dijelaskan diatas, banyak penelitian juga berusaha mengkonstruksi proksi dengan menggunakan gabungan alternatif proksi individual yang ada. Alternatif

proksi gabungan pertama adalah dengan menggunakan analisis sensitivitas. Analisis sensitivitas rasio individual dan pembentukan variabel instrumental dilakukan dalam rangka menemukan proksi IOS yang lebih baik, karena (1) sifat level IOS tidak dapat diobservasi (Gaver dan Gaver 1993) dan (2) Sebagian besar alternatif proksi IOS berupa rasio individual terkandung potensi problem *measurement error* (Smith dan Watts 1992) dalam Cahyani (2004:15) Proksi yang diperoleh dengan analisis sensitivitas terhadap rasio-rasio individual, yaitu dengan mendistribusikan setiap proksi satu per satu ke dalam model untuk mendapatkan satu proksi terbaik, kemudian membentuk variabel instrumen sebagai alternatif lain dari proksi IOS. Alternatif proksi gabungan yang kedua adalah dengan menggunakan *common/actor analysis* untuk memperoleh factor score sebagai indeks umum IOS.

2.4. Imbal Hasil Saham (*return*) dan Reaksi Pasar

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return ekspektasi* yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang (Jogiyanto 2000:107).

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return ekspektasi* (*expected*

return) dan risiko di masa mendatang. Return ekspektasi (*expected return*) adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan return realisasi yang sifatnya sudah terjadi, return ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Dari penjelasan tersebut di atas dapat diartikan bahwa *return* adalah pendapatan yang diterima dari suatu investasi ditambah beberapa perubahan harga pasar, biasanya digambarkan dalam presentase harga pasar dari investasi itu.

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 ekpektasi (Jogiyanto 2000:416).

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah dengan melihat hubungan antara harga sekuritas dengan informasi, akan tetapi tidak semua informasi dapat dijadikan sebagai dasar untuk menentukan pasar yang efisien. Ada tiga macam informasi yaitu informasi lama, informasi yang sedang dipublikasikan dan semua informasi termasuk informasi privat. Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan bentuk – bentuk informasi tersebut, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut :

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga – harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu yang dimaksud adalah informasi yang sudah terjadi.

b) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga – harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada dilaporan – laporan keuangan perusahaan emiten.

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 yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan bentuk efisiensi pasar dimana harga sekuritas mencenninkan semua informasi yang dipublikasikan secara penuh. Sebagai level yang lebih komprehensif dibanding *weak form* maka pasar ini mencerminkan berbagai kejadian dalam perusahaan emiten (*corporal event*), seperti pengumuman deviden, stock split, pengembangan produk baru, dll, ataupun kejadian yang terjadi ditengah masyarakat (public

event), seperti perubahan peraturan perpajakan. Pasar bentuk setengah kuat ini cepat dalam menyesuaikan harga saham terhadap pengumuman informasi baru. Implikasinya yaitu investor tidak dapat menggunakan informasi publik yang ada untuk memperoleh *abnormal return* untuk jangka waktu yang lama.

Pada pasar yang efisien bentuk setengah kuat, harga suatu saham akan merefleksikan secara penuh atas informasi yang tersedia di pasar saham. Oleh karena itu, pasar seharusnya bereaksi secara berbeda terhadap informasi antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh. Perbedaan harga saham ini hanya terjadi bila pasar saham adalah efisien semi kuat secara keputusan yaitu investor dapat merespon secara tepat atas informasi yang tersedia secara penuh di pasar modal. Dengan kata lain investor adalah canggih (*sophisticated investor*), bukan investor yang *naive* (Hartono 1999) dalam Subekti (2001:827).

Studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman disebut dengan studi peristiwa (*event study*). *Return* saham khususnya yang bersifat tidak normal (*abnormal return*) dapat diperoleh disekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dan hanya bersifat sementara waktu saja. Adanya *abnormal return* yang diperoleh investor disekitar tanggal pengumuman laporan keuangan menunjukkan adanya reaksi pasar dan menunjukkan adanya kemampuan investor untuk merespon informasi tersebut.

Berdasarkan terjadinya mekanisme pasar efisien dan kesempatan diperolehnya *abnormal return* bagi investor, maka penelitian ini ingin menguji

Tabel 1**Angka Indeks Korelasi Pearson**

<i>Angka Indeks Korelasi</i>	<i>Interprestasi</i>
0,00 – 0,20	Antara Variabel X dan Variabel Y memang terdapat korelasi, akan tetapi korelasi itu sangat lemah atau sangat rendah sehingga korelasi itu diabaikan (dianggap tidak ada korelasi anantara Variabel X dan Variabel Y).
0,20 – 0,40	Antara Variabel X dan Variabel Y terdapat korelasi yang lemah atau rendah.
0,40 – 0,70	Antara Variabel X dan Variabel Y terdapat korelasi yang sedang atau cukupan.
0,70 – 0,90	Antara Variabel X dan Variabel Y terdapat korelasi yang kuat atau tinggi.
0,90 – 1,00	Antara Variabel X dan Variabel Y terdapat korelasi yang sangat kuat atau sangat tinggi.

Sumber : Anas Sudijono (2005:180)

Koefisien korelasi peringkat Spearman (Rank-Spearman) dan Kendall lebih mengukur keamatan hubungan antara peringkat-peringkat dibandingkan hasil pengamatan itu sendiri (seperti pada korelasi Pearson). Perhitungan korelasi ini bisa digunakan untuk menghitung koefisien korelasi pada data ordinal dan penggunaan asosiasi pada statistik nonparametrik (Santoso 2003:315).

Ada beberapa hal yang harus memenuhi kriteria dalam penentuan korelasi bivariat, yaitu (Wahana Komputer 2004:226) :

1. Data, untuk data kuantitatif yang berdistribusi normal, digunakan koefisien korelasi Pearson. Jika data tidak berdistribusi normal, atau merupakan data kategori yang bertingkat, digunakan korelasi Rho Spearman dan Tau-b Kendall.
2. Asumsi, koefisien korelasi Pearson menggunakan asumsi bahwa tiap pasangan variabel adalah normal bivariat.

2. Korelasi Parsial

Prosedur korelasi parsial menghitung koefisien korelasi parsial yang menggambarkan hubungan linear antara dua variabel dengan variabel lain sebagai variabel kontrol. Semua variabel harus merupakan variabel skala. Korelasi merupakan hubungan linear (Wahana Komputer 2004:229).

Ada beberapa hal yang harus dipenuhi dalam menentukan korelasi parsial, yaitu :

1. Data, data merupakan variabel kuantitatif.
2. Asumsi, tiap pasangan merupakan variabel normal bivariat.

2.6. Perumusan Hipotesis

Proksi IOS yang akan dipilih dalam penelitian ini adalah proksi IOS yang terdapat dalam berbagai pengujian mampu dibuktikan secara konsisten memiliki korelasi yang signifikan terhadap realisasi pertumbuhan yang mana indikasi adanya perusahaan yang bertumbuh merupakan informasi yang dapat digunakan oleh investor untuk memperoleh *abnormal return*. Proksi IOS tersebut adalah : *market to book value of asset ratio* (MKTBKASS), *market to book value of equity ratio* (MKTBKEQ), *ratio of capital addition to asset book value* (CAPBVA), *ratio of capital addition to asset market value* (CAPMVA) dan *earning per share price ratio* (EP) ratio .

Market to book value of asset ratio (MKTBKASS) diharapkan dapat mencerminkan peluang investasi yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio

nilai pasar aktiva terhadap nilai buku, maka akan semakin tinggi pula nilai IOS (Gaver dan Gaver 1993:127) dalam Erni Cahyani (2004:18). Sehingga rumusan hipotesis yang dibuat adalah :

H 1: *Market to book value of asset ratio* (MKTBKASS) sebagai proksi IOS memiliki korelasi signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan.

Market to book value of equity ratio (MKTBKEQ) juga dapat mencerminkan adanya IOS bagi suatu perusahaan. Perbedaan antara pasar ekuitas terhadap nilai buku merupakan peluang investasi. Proksi ini dapat mencerminkan investasi yang diharapkan di masa yang akan datang melebihi *return* dari ekuitas yang diinginkan (Erni Cahyani 2004:18). Sehingga rumusan hipotesis yang dibuat adalah :

H2: *Market to book value of equity ratio* (MKTBKEQ) sebagai proksi IOS memiliki korelasi signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan.

Earnings per Share Price ratio (EP) ratio atau rasio laba per lembar saham terhadap harga pasar saham merupakan ukuran IOS yang sama dengan rasio nilai buku terhadap nilai pasar (Chung dan Charoenwong, 1999; Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993; Sami et.al 1999 dan Hartono, 1999). Penggunaan rasio ini dengan pertimbangan bahwa hasil penelitian Prasetyo (2000) dan Subekti (2000) menunjukkan semakin besar nilai rasio E/P maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan akan tumbuh. Selain itu, rasio E/P

dapat dipakai untuk memperkirakan laba (Erni Cahyani 2004:18). Sehingga rumusan hipotesis yang dibuat adalah :

H3 : *Earnings per Share Price ratio (EP) ratio* sebagai proksi IOS memiliki korelasi signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan.

Ratio of capital addition to asset book value (CAPBVA) menggunakan investasi riil sebagai ukuran nilai buku aktiva tetap dan tambahan aktiva tetap. Pertimbangan penggunaan rasio tersebut karena hasil penelitian Kallapur dan Trombley (1999:516) menunjukkan adanya korelasi positif dengan realisasi pertumbuhan (Erni Cahyani 2004:18). Sehingga rumusan hipotesis yang dibuat adalah :

H4 : *Ratio of capital addition to asset book value (CAPBVA)* sebagai proksi IOS memiliki korelasi signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan.

Ratio of capital addition to asset market value (CAPMVA) dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur & Trombley 1999) dalam Fijrianti (2000:855). Sehingga rumusan hipotesis yang dibuat adalah :

H5 : *Ratio of capital addition to asset market value (CAPMVA)* sebagai proksi IOS memiliki korelasi signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Daerah Penelitian

Untuk memperoleh data yang berhubungan dengan penulisan ini maka penulis melakukan penelitian pada suatu lembaga yang terkait dengan kegiatan pasar modal yaitu Magister Manajemen Universitas Islam Indonesia (UII) di Yogyakarta dan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) yang merupakan kuasa perwakilan Bursa Efek Jakarta yang berkedudukan di Makassar dan berlokasi di gedung LKBN Antara Jl. A.P. Pettarani Blok A/30 Makassar.

3.2. Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *data sekunder* yang meliputi Laporan Keuangan tahunan perusahaan (untuk menghitung rasio proksi IOS), Harga Penutupan Saham, Jumlah Lembar Saham Beredar. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, sedangkan tanggal publikasi laporan keuangan, data return harian saham dan abnormal return saham perusahaan bersumber dari database MM UII Yogyakarta.

3.3. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan go publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sejak tahun 1999. Perusahaan sampel dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling* terhadap

perusahaan *go publik* yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1999 kecuali untuk perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan. Kriteria perusahaan sampel adalah sebagai berikut :

- a. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1999.
- b. Mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara konsisten dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2003.
- c. Periode laporan keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember. Hal ini untuk menghindari adanya perbedaan waktu untuk mengukur variabel IOS.
- d. Bukan perusahaan keuangan sesuai dengan klasifikasi menurut buku *Indonesian Capital Market Directory*. Untuk mengantisipasi adanya pengaruh peraturan tertentu yang bersifat khas yang mungkin dapat mempengaruhi variabel dalam penelitian ini.
- e. Perusahaan yang tidak memiliki *return* saham = 0 selama periode jendela dan atau periode estimasi dalam *event study*. Hal ini untuk mendukung asumsi penulis bahwa jika *return* saham = 0 maka perusahaan tersebut kurang tumbuh dan pasti akan menghasilkan beta saham yang sangat bias.

Berdasarkan ketentuan di atas, berikut proses pemilihan sampel :

Tabel 2
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang mempublik sampai dengan tahun 1999 (pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, aneka industri, industri barang konsumsi, infrastruktur, utilitas, dan transportasi, perdagangan, jasa, dan investasi).	281
Perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya.	<u>(80)</u>
Perusahaan yang tidak termasuk jenis keuangan.	201
Perusahaan yang periode laporan keuangan tidak berakhir 31 Desember.	<u>(5)</u>
Perusahaan yang periode laporan keuangan berakhir 31 Desember.	196
Perusahaan yang tidak konsisten mempublikasikan laporan keuangan selama 1999-2003.	<u>(45)</u>
Perusahaan yang konsisten mempublikasikan laporan keuangan selama 1999-2003.	151
Perusahaan yang return harian = 0 selama periode jendela dan atau selama periode estimasi dalam <i>event study</i> .	<u>(48)</u>
Perusahaan yang termasuk dalam kualifikasi	103

3.4. Variabel dan Pengukurannya

Dalam penelitian ini penulis menggunakan variabel-variabel yang dikelompokkan dalam 2 kelompok variabel yaitu:

1. Dependent variabel yaitu *return* saham yang diproksikan dengan Cumulative Abnormal Return (CAR). CAR merupakan akumulasi abnormal return dalam periode peristiwa. Abnormal return adalah kelebihan return realisasi terhadap return ekspektasi. Dalam penelitian ini, periode estimasi dilakukan selama 100 hari (-11 sampai -110) dan periode jendela 7 hari sebelum dan 7 hari setelah tanggal peristiwa pengumuman laporan keuangan setiap perusahaan. Sehingga

lamanya periode peristiwa yang digunakan untuk menghitung cumulative abnormal return adalah 15 hari (-7 sampai +7).

2. Independent Variabel

Rasio proksi IOS yang digunakan sebagai proksi pertumbuhan perusahaan adalah *market to book value of asset ratio* (MKTBKASS), *market to book value of equity ratio* (MKTBKEQ), *earnings price ratio* (EP) ratio, *ratio of capital addition to asset book value* (CAPBVA) dan *ratio of capital addition to asset market value* (CAPMVA).

Pengukuran variabel proksi IOS sebagai rasio penentu perusahaan bertumbuh dihitung dengan rumus :

Variabel 1 : Market to Book Value of Asset Ratio (Erni Cahyani 2004:22) :

$$\text{MKTBKASS} = \frac{\text{Tot.Aset} - \text{Tot Ekuitas} + (\text{lbr shm beredar} \times \text{hrg penutupan shm})}{\text{Total Asset}}$$

Variabel 2 : Market to Book Value of Equity Ratio (Erni Cahyani 2004:22):

$$\text{MKTBKEQ} = \frac{\text{Jumlah lbr saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel 3 : Price to Earning (Erni Cahyani 2004:22) :

$$\text{PER} = \frac{\text{Laba per lembar saham}}{\text{Harga Saham *)}}$$

Variabel 4 : Ratio of Capital Addition to Asset Book Value (Erni Cahyani 2004:22) :

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{(Tambahannya aktiva tetap dalam satu tahun)}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel 5 : Ratio of Capital Addition to Asset Market Value (Tetep Fijrianti 2000:861) :

$$\text{CAPMVA} = \frac{\text{(Tambahannya aktiva tetap dalam satu tahun)}}{\text{Tot.aset} - \text{Tot.ekuitas} + (\text{lbr shm beredar} \times \text{hrng penutupan shm})}$$

*) harga saham yang digunakan adalah harga saham pada akhir periode (*closing price*).

Keempat variabel rasio proksi IOS tersebut dihitung untuk setiap perusahaan sampel sepanjang tahun pengamatan yaitu tahun 1999 sampai dengan 2003. Seluruh variabel dihitung dengan metode *pooled* data selama tiga tahun.

3.5. Metode Analisis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji korelasi antara rasio proksi IOS terhadap harga saham (*cumulative abnormal return*). Model pengujian korelasi sebagai berikut :

Rumus korelasi Kendall's (Budiyuwono 1993:275) :

$$\tau = \frac{S}{\frac{1}{2} N (N-1)}$$

- τ = Koefisien Korelasi
- S = Sums (Jumlah Nilai di atas dan di bawah ranking Y)
- N = Jumlah Frekuensi

Dengan prosedur sebagai berikut :

1) Menghitung nilai cumulative abnormal return perusahaan sampel :

1. Menghitung abnormal return, digunakan rumus sebagai berikut (Jogiyanto 2000:416) :

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

AR_{it} = abnormal return saham ke-i periode peristiwa ke-t

R_{it} = *return* realisasi yang terjadi pada saham ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{it}]$ = *return* ekspektasi saham ke-i untuk peristiwa ke-t

2. Untuk menghitung CAR, rumusnya adalah sebagai berikut (Jogiyanto 2000:432) :

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t-7}^{t+7} AR_{i,a}$$

$CAR_{i,t}$ = akumulasi *abnormal return* saham ke-1 pada hari ke-t yang dihitung mulai awal periode jendela sampai dengan akhir periode jendela.

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t yaitu mulai t-7 sampai t+7

2) Menghitung nilai masing-masing rasio IOS perusahaan sampel yang memenuhi kriteria penyampelan selama periode tahun 1999-2003. Rasio proksi IOS yang digunakan adalah Market to book value of asset ratio (MKTBKASS), Market to book value of equity ratio (MKTBKEQ), Earning

per Share/ Price ratio (EP), Ratio of capital addition to asset book value (CAPBVA), dan Ratio of capital addition to asset market value (CAPMVA).

- 3) Masing-masing nilai rasio IOS kemudian dikorelasikan dengan nilai *cumulative abnormal return* dengan menggunakan *nonparametric correlations Kendall's tau-b*.

Sebelum dilakukan pengujian korelasi antara rasio proksi IOS dengan *cumulative abnormal return*, akan dilakukan pengujian normalitas variabel terlebih dahulu. Pengujian normalitas setiap variabel menggunakan *one sample kolmogrov smirnov test*. Sedangkan metode analisis korelasi yang digunakan adalah *nonparametric correlations Kendall's tau-b*. Dengan menggunakan rasio proksi IOS sebagai variabel independennya yaitu *Market to book value of asset ratio (MKTBKASS)*, *Market to book value of equity ratio (MKTBKEQ)*, *Earning per Share/ Price ratio (EP)*, *Ratio of capital addition to asset book value (CAPBVA)*, dan *Ratio of capital addition to asset market value (CAPMVA)* dan *cumulative abnormal return* sebagai variabel dependennya.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Korelasi Signifikan Rasio Proksi IOS Terhadap Reaksi Pasar

Reaksi pasar atau reaksi investor terhadap pengumuman laporan keuangan dalam pengujian ini diproksikan dengan *abnormal return* harian disekitar tanggal pengumuman laporan keuangan. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* realisasi saham terhadap *return* ekspektasian

Abnormal return dihitung dengan mencari selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasian selama periode peristiwa yaitu 15 hari (7 hari sebelum dan 7 hari setelah tanggal pengumuman laporan keuangan) lalu dihitung akumulasi *abnormal return* juga selama periode peristiwa untuk kemudian dikorelasi dengan variable rasio proksi IOS. Reaksi pasar disurogasi dengan besarnya variable *cumulative abnormal return* selama periode peristiwa.

Pengujian korelasi signifikansi rasio IOS terhadap reaksi pasar perlu diawali dengan pengujian karakteristik setiap variable yang diuji dengan melihat pada pola deskriptif setiap variable dan normalitas setiap variable yang diuji.

Tabel berikut ini menunjukkan statistic deskriptif variable IOS dan *Cumulative Abnormal Return*.

Hasil pengujian normalitas data dengan menggunakan one sampel kolmogrov smirnov secara umum menunjukkan bahwa data variabel IOS yang akan diuji korelasinya dengan *cumulative abnormal return* adalah tidak berdistribusi normal. Pedoman pengambilan keputusan (Santoso 2003:189) :

1. Nilai Sig. Atau signifikan atau nilai probabilitas $< 0,05$, Distribusi adalah tidak normal (simetris).
2. Nilai Sig. Atau signifikan atau nilai probabilitas $> 0,05$, Distribusi adalah normal (simetris).

Berdasarkan hasil pengujian normalitas dengan one sampel kolmogrov smirnov yang menunjukkan bahwa variabel IOS yang akan diuji korelasinya dengan *cumulative abnormal return* adalah tidak berdistribusi normal maka metode analisis korelasi yang digunakan adalah nonparametric correlations kendall's tau-b sesuai dengan kriteria dalam penentuan korelasi bivariat yaitu bahwa untuk data kuantitatif yang berdistribusi normal menggunakan koefisien korelasi Pearson dan jika data tidak berdistribusi normal atau merupakan data kategori yang bertingkat menggunakan korelasi rho spearman dan tau-b Kendall (Andi 2004:226).

4.2. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Market To Book Value Of Asset Terhadap Return Saham

Rasio antara nilai pasar terhadap nilai buku asset (MKTBKASS) mencerminkan peluang investasi. Gaver dan Gaver (1993) yang dikutip oleh

Cahyani (2004:31) juga menemukan bahwa semakin tinggi rasio nilai pasar terhadap nilai buku, maka akan semakin tinggi pula nilai IOS.

Tabel hasil pengujian *non parametric correlation Kendall's tau b* antara MKTBKASS dengan *Cumulative Abnormal Return* sebagai berikut :

Tabel 6

Nonparametric Correlations

			Correlations	
Kendall's tau_b	MKTBKASS		MKTBKASS	CAR
		Correlation Coefficient	1.000	.132*
		Sig. (2-tailed)	.	.048
		N	103	103
	CAR	Correlation Coefficient	.132*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.048	.
		N	103	103

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Dari hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa angka korelasi sebesar 0.132. Angka tersebut menunjukkan lemahnya korelasi antara *market to book value of asset ratio* (MKTBKASS) sebagai proksi dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Probabilitas sebesar 0.048 dan signifikansi pada $\alpha = 0.05$ menunjukkan bahwa rasio *market to book value of asset* (MKTBKASS) sebagai proksi IOS memiliki korelasi yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Sehingga apabila *cumulative abnormal return* diproksikan sebagai adanya reaksi pasar, maka dapat disimpulkan bahwa rasio MKTBKASS sebagai rasio proksi IOS mampu memberi reaksi yang signifikan terhadap pasar dan mampu memberikan informasi kepada investor. Dengan demikian hipotesis alternatif satu gagal ditolak.

4.3. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Market To Book Value Of Equity Terhadap Return Saham

Rasio antara nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas (MKTBKEQ) juga mencerminkan adanya peluang investasi bagi suatu perusahaan. Colin dan Kothari (1998) dalam Cahyani (2004:33) membuktikan bahwa perbedaan nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku merupakan cermin peluang investasi.

Tabel hasil pengujian *non parametric correlation Kendall's tau b* antara MKTBKEQ dengan *Cumulative Abnormal Return* sebagai berikut :

Tabel 7

Nonparametric Correlations

Correlations				
			MKTBKEQ	CAR
Kendall's tau_b	MKTBKEQ	Correlation Coefficient	1.000	.133*
		Sig. (2-tailed)	.	.046
		N	103	103
	CAR	Correlation Coefficient	.133*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.046	.
		N	103	103

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Dari hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa angka korelasi sebesar 0.133. Angka tersebut menunjukkan lemahnya korelasi antara *market to book value of asset ratio* (MKTBKEQ) sebagai proksi dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Probabilitas sebesar 0.046 dan signifikansi pada $\alpha = 0.05$ menunjukkan bahwa rasio *market to book value of asset* (MKTBKEQ) sebagai proksi IOS memiliki korelasi yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Sehingga apabila *cumulative abnormal return* diproksikan sebagai adanya reaksi pasar, maka dapat disimpulkan bahwa rasio MKTBKEQ sebagai

rasio proksi IOS mampu memberi reaksi yang signifikan terhadap pasar dan mampu memberikan informasi kepada investor. Dengan demikian hipotesis alternatif dua gagal ditolak.

4.4. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Earnings Per Share/Price Terhadap Return Saham

Rasio EPS/Price ratio atau rasio laba per lembar saham terhadap harga saham merupakan ukuran IOS yang sama dengan rasio nilai buku terhadap nilai pasar. (Chung and Charoenwong, 1991; Smith and Watts, 1992; Gaver and Gaver, 1993; Sami et.al, 1999 dan Hartono, 1999).

Tabel hasil pengujian *non parametric correlation Kendall's tau b* antara rasio EP dengan *Cumulative Abnormal Return* sebagai berikut :

Tabel 8

Nonparametric Correlations

			EP	CAR
Kendall's tau_b	EP	Correlation Coefficient	1.000	-.017
		Sig. (2-tailed)	.	.800
		N	103	103
	CAR	Correlation Coefficient	-.017	1.000
		Sig. (2-tailed)	.800	.
		N	103	103

Dari hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa angka korelasi sebesar -0.017. Angka tersebut menunjukkan lemahnya korelasi antara *Earnings Per Share/Price* (EP) ratio sebagai proksi dengan *cumulative abnormal return*

(CAR). Tanda negatif menunjukkan adanya arah yang berlawanan yang berarti semakin tinggi nilai IOS semakin kecil respon dari pasar (tidak direspon oleh pasar). Probabilitas sebesar 0.800 menunjukkan bahwa rasio *Earnings Per Share/Price* (EP) sebagai proksi IOS memiliki korelasi yang tidak signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif tiga ditolak

4.5. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Capital Addition To Book Value of Asset Terhadap Return Saham

Rasio capital addition to book value of asset (CAPBVA) menggunakan investasi riil sebagai ukuran nilai buku aktiva tetap dan tambahan aktiva tetap. Rasio ini diproksikan sebagai rasio yang mencerminkan adanya peluang investasi bagi suatu perusahaan dengan adanya tambahan modal melalui investasi riil berupa aktiva tetap. Bagi suatu perusahaan, nilai peluang investasi juga dapat dianalisis melalui adanya tambahan aktiva tetap yang diinvestasikan dalam satu atau lebih periode.

Tabel hasil pengujian *non parametric correlation Kendall's tau b* antara CAPBVA dengan *Cumulative Abnormal Return* sebagai berikut :

Tabel 9

Nonparametric Correlations

Correlations			CAPBVA	CAR
Kendall's tau_b	CAPBVA	Correlation Coefficient	1.000	.139*
		Sig. (2-tailed)	.	.038
		N	103	103
	CAR	Correlation Coefficient	.139*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.038	.
		N	103	103

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Dari hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa angka korelasi sebesar 0.139. Angka tersebut menunjukkan lemahnya korelasi antara capital capital addition to book value of asset (CAPBVA) sebagai proksi dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Probabilitas sebesar 0.038 dan signifikansi pada $\alpha = 0.05$ menunjukkan bahwa rasio capital addition to book value of asset (CAPBVA) sebagai proksi IOS memiliki korelasi yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Sehingga apabila *cumulative abnormal return* diprosikan sebagai adanya reaksi pasar, maka dapat disimpulkan bahwa rasio CAPBVA sebagai rasio proksi IOS mampu memberi reaksi yang signifikan terhadap pasar dan mampu memberikan informasi kepada investor. Dengan demikian hipotesis alternatif empat gagal ditolak.

4.6. Pengujian Korelasi Signifikansi Rasio Proksi IOS Capital Addition To Market Value of Asset Terhadap Return Saham

Rasio capital addition to market value of asset (CAPMVA) menggunakan investasi riil sebagai ukuran nilai buku aktiva tetap dan tambahan aktiva tetap. Rasio ini diproksikan sebagai rasio yang mencerminkan adanya peluang investasi bagi suatu perusahaan dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi.

Tabel hasil pengujian *non parametric correlation Kendall's tau b* antara CAPMVA dengan *Cumulative Abnormal Return* sebagai berikut :

Tabel 10

Nonparametric Correlations

Correlations

			CAPMVA	CAR
Kendall's tau_b	CAPMVA	Correlation Coefficient	1.000	.131*
		Sig. (2-tailed)	.	.049
		N	103	103
	CAR	Correlation Coefficient	.131*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.049	.
		N	103	103

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Dari hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa angka korelasi sebesar 0.131. Angka tersebut menunjukkan lemahnya korelasi antara capital capital addition to market value of asset (CAPMVA) sebagai proksi dengan *cumulative abnormal return* (CAR).. Probabilitas sebesar 0.049 dan signifikansi pada $\alpha = 0.05$ menunjukkan bahwa rasio capital addition to market value of asset (CAPMVA) sebagai proksi IOS memiliki korelasi yang signifikan terhadap

cumulative abnormal return. Sehingga apabila *cumulative abnormal return* diproksikan sebagai adanya reaksi pasar, maka dapat disimpulkan bahwa rasio CAPMVA sebagai rasio proksi IOS mampu memberi reaksi yang signifikan terhadap pasar dan mampu memberikan informasi kepada investor. Dengan demikian hipotesis alternatif lima gagal ditolak.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Erni Cahyani (2004) yang menunjukkan bahwa terdapat korelasi positif sebagian besar rasio dari proksi IOS yang diteliti dengan *return* saham dan hanya terdapat satu rasio yang berkorelasi negatif dengan *return* saham yaitu E/P.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Erni Cahyani (2004) dengan menambahkan proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) yaitu proksi *Capital Addition To Market Value of Asset* (CAPMVA), dan memperluas periode pengamatan dengan menggunakan 5 tahun pengamatan yaitu tahun 1999-2003. Penelitian ini menggunakan 281 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sejak tahun 1999 tetapi yang memenuhi persyaratan untuk diteliti adalah sebanyak 103 perusahaan .

Variable *Independent* yang digunakan adalah proksi IOS yang digunakan sebagai proksi pertumbuhan perusahaan yaitu *market to book value of asset ratio* (MKTBKASS), *market to book value of equity ratio* (MKTBKEQ), *earnings price ratio* (EP) *ratio*, *ratio of capital addition to asset book value* (CAPBVA) dan *ratio of capital addition to asset market value* (CAPMVA) dan variabel *dependent* yaitu *Cumulative Abnormal Return*. Dan Hasil penelitian menunjukkan bahwa :

1. Variabel rasio proksi yang dipilih merupakan rasio IOS yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan. Penelitian ini dapat membuktikan kesahihan peneliti terdahulu, bahwa ternyata rasio IOS memiliki *information content* sehingga mampu memberikan reaksi dan sinyal ke pasar modal, khususnya pada peristiwa disekitar tanggal publikasi laporan keuangan.

2. Hasil pengujian hipotesis alternatif satu dapat dibuktikan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi MKTBKASS dengan *cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat melalui hasil uji statistik yang menunjukkan angka probabilitas sebesar 0,048 dan signifikansi 0,05.
3. Hasil pengujian hipotesis alternatif dua dapat dibuktikan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi MKTBKEQ dengan *cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat melalui hasil uji statistik yang menunjukkan angka probabilitas sebesar 0,046 dan signifikansi 0,05.
4. Hasil pengujian hipotesis alternatif tiga menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi EP dengan *cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat melalui hasil uji statistik yang menunjukkan nilai koefisien korelasi yang negatif sebesar -0,017 yang berarti bahwa informasi yang dikandung tidak mendapat respon dari pasar.
5. Hasil pengujian hipotesis alternatif empat dapat dibuktikan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi CAPBVA dengan *cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat melalui hasil uji statistik yang menunjukkan angka probabilitas sebesar 0,038 dan signifikansi 0,05
6. Hasil pengujian hipotesis alternatif lima dapat dibuktikan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi CAPMVA dengan *cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat melalui hasil uji statistik yang menunjukkan angka probabilitas sebesar 0,049 dan signifikansi 0,05.

Secara umum dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian dengan nonparametrik test correlation Kendall's tau_b menunjukkan bahwa rasio proksi

IOS sebagai proksi pertumbuhan bagi suatu perusahaan memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan oleh para investor di pasar modal sebagai sinyal dalam kesempatan memprediksi dan memperoleh *return* saham, khususnya disekitar peristiwa atau tanggal publikasi laporan keuangan. Hal ini dapat dibuktikan bahwa secara umum keempat variabel proksi IOS (MKTBKASS, MKTBKEQ, CAPBVA dan CAPMVA) dari kelima variabel proksi yang diuji memiliki korelasi yang signifikan terhadap besarnya abnormal return yang terjadi di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan.

5.2. Saran

Hasil penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan yang mungkin dapat berpengaruh terhadap hasil penelitian. Keterbatasan tersebut adalah sebagai berikut :

- 1) Sampel yang telah dipilih tidak dikelompokkan menjadi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hal ini disebabkan karena proses pemilihan sampel sudah memasukkan kriteria *return* harian pada periode peristiwa tidak sama dengan nol (0).
- 2) Peneliti tidak mempertimbangkan perusahaan-perusahaan yang mendapat regulasi khusus dari pemerintah seperti perbankan, asuransi, dll sehingga kemungkinan hal ini dapat melemahkan hasil penelitian.
- 3) Dalam melakukan perhitungan *cumulative abnormal return*, tidak membedakan hasil abnormal return yang positif dan negatif. Hal ini kemungkinan akan memberikan hasil yang bias.

Dengan adanya keterbatasan tersebut, penulis memberi saran untuk penelitian berikutnya untuk mengelompokkan perusahaan yang bertumbuh dan yang tidak bertumbuh dengan kriteria yang lain (bukan hanya yang return hariannya sama dengan nol) agar hasilnya dapat memiliki validitas eksternal yang lebih tinggi dan dapat digeneralisasi. Penggunaan variabel proksi IOS lainnya diharapkan dapat ditambahkan pada penelitian berikutnya sehingga dapat diketahui variabel proksi IOS lain yang memiliki information content bagi investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Budiyuwono, Nugroho, 1993, *Pengantar Statistik Ekonomi dan Perusahaan*, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Cahyani, Erni, 2004, *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Return Saham*, Skripsi, Strata Satu FE-UGM.
- Fijrianti, Tetet, 2000, *Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Deviden*, Thesis, Pasca Sarjana FE-UGM.
- Fowler, D.J., dan C. H. Rorke, 1983, *The Risk Measurement When Shares are subjected to Infrequent Trading*, dalam *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 2000, Jogianto H.M., Yogyakarta, BPFE.
- Hartono, Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta: BPFE.
- Jati, 2003, *Relevansi Nilai Dividend Yield dan Price Earnings Ratio Dengan Moderasi Investment Opportunity Set (IOS) Dalam Penilaian Harga Saham*, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, p.575-587.
- Santoso, Singgih, 2000, *Mengatasi Berbagai Masalah Statistik Dengan SPSS Versi 11,5*, Alex Media Komputindo, Jakarta.
- Siegel, Sidney, 1988, *Statistik Nonparametrik Untuk Ilmu-Ilmu Sosial*, Penerbit PT Gramedia, Jakarta.
- Subekti, Imam, Indra Wijaya Kusuma, 2001, *Asosiasi antara Set Kesempatan Investasidengan Kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham*, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4 No. 1 : 44-63.
- Sudijono, Anas, 2005, *Pengantar Statistik Pendidikan*, Penerbit PT Raja Grafindo, Jakarta.
- Sugiyono, 2004, *Statistik Nonparametris*, Penerbit CV Alfabeta, Bandung.
- Trihendradi, Cornelius, 2005, *SPSS 12 Statistik Inferen Teori Dasar & Aplikasinya*, Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Wahana Komputer, 2004, *Pengolahan Data Statistik Dengan SPSS 12*, Penerbit Andi, Semarang.