

Post earning announcement drift (pead), dan pengaruh keberadaan blockholders terhadap magnitudanya

Abdul Azis Safii

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Cendekia, Bojonegoro.
Email: azis@stiekia.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis anomali pasar saham di pasar modal Indonesia terkait fenomena pergerakan harga saham di sekitar tanggal penerbitan laporan keuangan, serta pengaruh kepemilikan blockholder terhadap besarnya pergerakan harga. Sampel penelitian menggunakan data laporan keuangan dari 347 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016. Pengujian PEAD menggunakan analisis studi peristiwa untuk setiap pengembalian abnormal dengan periode observasi 30 hari di sekitar pengumuman pendapatan perusahaan. Analisis pengaruh keberadaan blockholder terhadap pergerakan harga saham di sekitar pengumuman laba dilakukan dengan membandingkan pergerakan harga antara kelompok saham dengan keberadaan blockholder tertinggi dan blockholder terendah. Hasil analisis mendapatkan terdapat reaksi positif harga saham setelah pengumuman laba perusahaan, sedangkan keberadaan blockholder tidak mempengaruhi besarnya pergerakan harga.

Kata Kunci: Publikasi laporan keuangan; pergerakan harga saham; blockholders

Post earning announcement drift (pead), and the influence of blockholders' presence on its magnitude

Abstract

This research observes the stock market anomaly in the Indonesian capital market related to the phenomenon of stock price movements around the date of publication of financial statements, and the effect of blockholders ownership on the magnitude of price movements. This study uses financial statement data from 347 companies listed on the Indonesia Stock Exchange 2012-2016. PEAD testing uses event study analysis for any abnormal returns with a 30-day observation period around the company's earnings announcement. Analysis of the influence of the existence of blockholders on stock price movements around earnings announcements conducted by compare price movements between groups of stocks with the presence of the highest blockholders and the lowest blockholders. The results of the analysis found a positive reaction after the company's earnings announcement, while the existence of blockholders does not affect the magnitude of the price movement.

Keywords: *Earning announcement, stock price reaction, blockholders.*

PENDAHULUAN

Seiring dengan perkembangan dunia usaha, pasar modal sebagai alternatif investasi masyarakat juga mengalami perkembangan yang sangat pesat. Hal itu dapat dilihat dari semakin berkembangnya jumlah sekuritas yang diperdagangkan serta semakin tingginya volume perdagangan di pasar modal Indonesia. Untuk itu perlu dilakukan pengawasan dan pengaturan terhadap kegiatan serta para pelaku dalam pasar modal. Pengaturan dan pengawasan dilakukan melalui penerapan berbagai regulasi untuk melindungi para investor, menciptakan mekanisme perdagangan yang jujur dan adil, membentuk pasar yang efisien,

Salah satu regulasi terpenting yang harus diterapkan oleh seluruh perusahaan public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah kewajiban untuk menyampaikan laporan keuangan perusahaan dengan skema laporan keuangan setiap triwulan. Laporan keuangan yang harus disampaikan perusahaan setiap tahun tersebut terdiri dari laporan keuangan triwulan I, triwulan II, triwulan III, serta laporan keuangan tahunan (*annual report*) baik yang di audit maupun tidak diaudit.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) selaku pihak regulator Pasar Modal Indonesia mengharapkan setiap publikasi yang disampaikan perusahaan termasuk laporan keuangan selalu menjunjung tinggi prinsip keterbukaan informasi (*full disclosure principle*) sehingga tidak memberi gambaran yang rancu bagi para penggunanya.

Reaksi harga saham di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan perusahaan (PEAD) telah lama menjadi topik menarik pada penelitian bidang keuangan. Menurut Hampton & Wagner (1989), jika laporan keuangan menunjukkan hasil yang positif, maka emiten tersebut dinilai mengalami peningkatan kinerja. Sebaliknya jika laporan keuangan perusahaan menunjukkan hasil yang kurang baik maka terdapat indikasi adanya masalah dalam operasional perusahaan tersebut. Penelitian Ball & Brown (1968), mendapatkan hasil bahwa laporan keuangan menyediakan materi informasi yang sangat penting untuk pasar saham, di mana pelaku pasar menanggapi secara cepat terhadap setiap informasi dari laporan keuangan khususnya laba yang dilaporkan perusahaan. Reaksi ini tercermin dari adanya perubahan volatilitas harga saham dan jumlah perdagangan sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan.

Fenomena *blockholders* menjadi bahasan penting dalam analisis pergerakan harga saham, karena keberadaan mereka sebagai investor bukan hanya dimaksudkan untuk melakukan perdagangan saham belaka, namun lebih mengarah kepada tujuan untuk “menguasai perusahaan”, Gorton & Kahl (2008). *Blockholders* memiliki voting-power yang besar dalam menentukan kebijakan serta strategi perusahaan, termasuk kebijakan penggunaan laba yang telah dicapai perusahaan, apakah laba tersebut akan ditahan (*retained*) atau dibagikan dalam bentuk deviden Acheson, Campbell, Turner, & Vanteeva (2016). *Block-ownership* saham sangat terkait dengan kebijakan-kebijakan perusahaan, baik kebijakan jangka pendek ataupun kebijakan jangka panjang. Sehingga akan memberikan perubahan fundamental value perusahaan yang secara teori akan segera tercermin kepada harga saham perusahaan, Edmans (2009).

Berdasarkan paparan diatas, maka masalah utama yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah apakah publikasi laporan keuangan memberikan profit (*abnormal return*) bagi para investor saham disekitar tanggal publikasi, serta apakah keberadaan *blockholders* pada kepemilikan saham perusahaan mempengaruhi abnormal return disekitar tanggal publikasi laporan keuangan tersebut.

Tinjauan pustaka

Teori pasar efisien

Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi mampu memperoleh return tidak normal (*abnormal return*) dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari seluruh informasi yang ada, atau dengan kata lain, dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut, Fama (1970).

Dalam konteks teori pasar efisien, informasi diterjemahkan sebagai segala sesuatu yang mungkin memiliki pengaruh pada harga saham, di mana hal tersebut tidak dapat diketahui sebelumnya sehingga menciptakan pergerakan harga sekuritas yang terlihat seperti gerakan acak/ random pada masa yang akan datang, Fama et al., (1969). Haugen (2001), Menjelaskan bahwa Informasi terkait keamanan dibagi

menjadi tiga kelompok: (1) informasi harga sekuritas tersebut pada masa lampau, (2) informasi makro yang relevan, dan (3) seluruh informasi yang tersedia, termasuk informasi dari insider perusahaan

Regulasi pasar modal

Dalam sistem pasar modal, otoritas tertinggi dalam pasar modal Indonesia adalah Menteri Keuangan yang memiliki wewenang untuk menetapkan kebijaksanaan umum di bidang pasar sekuritas. Sedangkan pengaturan, control, dan pengawasan kegiatan pasar modal dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). OJK memiliki wewenang menerbitkan peraturan-peraturan yang mengikat badan ataupun individu yang terlibat dalam pasar modal (Undang-undang No.8 Tahun 1995).

Pada era keterbukaan pasar modal, pemenuhan standar yang berlaku secara internasional adalah sebuah tuntutan yang harus dipenuhi pasar modal Indonesia jika ingin bersaing dengan pasar modal Dunia. Dalam hal standarisasi internasional yang berkaitan dengan pasar modal, *International Organisation of Securities Commisison* (IOSCO) merupakan badan utama yang melakukan berbagai resolusi, panduan, serta satandarisasi pasar modal di dunia. Indonesia bergabung menjadi anggota IOSCO sejak tahun 1983.

Pada konferensi ke-23 IOSCO di Kenya pada September 1998, diluncurkan sebuah kesepakatan yang merupakan salah satu kerangka penting bagi perkembangan kebijakan dan regulasi pasar modal. Isi kesepakatan yang disebut sebagai *Objective and Principles of Securities Regulations* adalah: (1) Perlindungan terhadap pemegang saham, (2) Pasar yang wajar, efisien dan transparan, (3) Pengurangan terhadap resiko sistematis.

Prinsip keterbukaan informasi (*fair disclosure*) dalam pasar modal

Berbagai penelitian dan *survey* yang dilakukan pada awal tahun 90an menjelaskan mengenai adanya diskriminasi/ perbedan informasi yang diterima oleh para investor dalam analisis perdagangan sekuritas di pasar modal. Hal itu terbukti bahwa laporan-laporan yang dipublikasikan oleh perusahaan tidak sepenuhnya memberikan informasi yang terbuka (*undisclosed material*) kepada publik. Perusahaan selaku penerbit laporan keuangan justru terlebih dahulu memberikan informasi mengenai laba kepada para analis sekuritas ataupun institusi tertentu sebelum mempublikasikan laporan keuangannya kepada publik, Edmans (2014).

Berangkat dari fenomena diskriminasi informasi yang terjadi di pasar saham, maka masing-masing pasar modal di dunia berusaha melakukan penegakkan perdagangan di pasar modal yang efektif, efisien, dan adil. Undang-Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, serta Peraturan Pemerintah No.45 dan No.46 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Pasar Modal merupakan aturan yang dikeluarkan sebagai upaya menegakkan perdagangan yang fair di Pasar Modal Indonesia. Dengan lahirnya produk-produk hukum yang mengatur pasar modal tersebut ada beberapa hal dasar yang ingin dicapai, yaitu selain memberikan legal *framework* yang kokoh dengan kekuatan hukum, juga diharapkan memberikan jaminan kepada para investor mengenai transparansi informasi (*full disclosure principle*).

Inti dari penerapan *full disclosure principle* berkaitan dengan keakuratan informasi yang merupakan persyaratan atau kewajiban intrinsik bagi emiten atau perusahaan publik atau pihak lain yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan pelaku pasar. Beberapa pasar modal dunia telah mendapatkan hasil dari penerapan regulasi pasar yang mengarah pada keterbukaan, meningkatnya volatility (jumlah transaksi) pada pasar saham Edwards, Biscarri, & Garcia, (2003). Dengan adanya kontribusi dari pihak regulator pasar sekuritas, ketergantungan investor pada analisis investasi lebih berkurang dimana hal itu menghasilkan peningkatan volatilitas pada pasar, Anom & Safii (2017). Para pelaku pasar merasa lebih nyaman dalam mengambil keputusan investasi, baik mereka investor aktif ataupun pasif, yang kemudian memberikan peningkatan likuiditas di pasar saham. Dengan adanya badan regulator yang secara aktif melakukan pengaturan di pasar, investor memiliki kesempatan yang sama untuk mendapatkan informasi sebagai acuan dalam analisis mereka untuk mendapatkan profit di pasar modal, Edwards et al., (2003).

Laporan keuangan dan arti penting informasi laba

International Financial Reporting Standards (IFRS) menyatakan bahwa laporan keuangan dimaksudkan untuk memberikan rincian tentang kondisi keuangan, kinerja, dan peningkatan kondisi keuangan bisnis dari perusahaan yang berguna bagi banyak pengguna dalam pengambilan keputusan ekonomi. Dimana elemen-elemen wajib dalam suatu laporan keuangan menurut IFRS terdiri dari

statement of financial position, statement of comprehensive income, statement of changes in equity, statement of cash flows, dan note to the financial statement, Weygandt, Kieso, Kimmel, & Wasson (2011). Laporan laba rugi komprehensif sangat penting bagi para pemakainya (user) karena memiliki nilai prediktif. Lebih lanjut, Weygandt et al., (2011) menjelaskan bahwa para investor, kreditor, dan pihak-pihak berkepentingan lainnya menggunakan informasi dari laporan keuangan untuk menilai prospek arus kas dari investasi atau pinjaman yang mereka berikan.

Informasi laba perusahaan merupakan salah satu acuan terpenting bagi para stakeholder perusahaan dalam menaksir kemampuan perusahaan menghasilkan pemasukan arus kas dimasa yang akan datang, Beaver (1968).

Post-Earning announcement drift (PEAD), atau faktor penggerak harga saham setelah publikasi laporan laba perusahaan.

Faktor penggerak harga saham setelah pengumuman laba atau dalam istilah keuangan lebih dikenal dengan PEAD (*Post Earning Announcement Drifts*) adalah kecenderungan dari *Cumulative Abnormal Return* (CAR) suatu saham untuk bergerak naik atau turun setelah pengumuman laba oleh perusahaan penerbit saham tersebut, Beaver (1968). PEAD pertama kali di simpikan oleh, Ball & Brown (1968), dalam penelitian mereka yang meneliti hubungan antara laba yang dilaporkan perusahaan-perusahaan Amerika antara tahun 1946-1966 dengan abnormal return disekitar tanggal pengumuman laba.

Baik *Post-Earning announcement drift* (PEAD) mengacu pada fakta bahwa terdapat perbedaan perilaku perubahan harga saham antara perusahaan yang melaporkan laba lebih tinggi daripada laba harapan dengan perusahaan yang melaporkan laba di bawah laba Beaver (1968). Bartov, Radhakrishnan, & Krinsky (2000) melakukan investigasi untuk mengetahui investor yang mana yang menyebabkan adanya faktor penggerak harga saham setelah publikasi laporan laba (PEAD), hasil analisis mereka mendapatkan bahwa faktor penggerak tersebut cenderung lebih besar pada perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh investor individu daripada perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh investr institusi. Sehingga memberikan kesimpulan bahwa faktor penggerak saham (PEAD) lebih tinggi pada perusahaan dengan kepemilikan saham institusional lebih kecil.

Pendapat bahwa investor individu merupakan penyebab adanya PEAD didasarkan pada alasan bahwa walaupun investor individu memiliki pengaruh lebih kecil daripada investor institusi di pasar saham, akan tetapi dari adanya transaksi perdagangan merekalah terjadi inefisiensi dalam pasar modal, Barber & Odean (2000) Meskipun terbukti bahwa investor individu melakukan transaksi yang relatif kecil, namun kebanyakan dari mereka memiliki kemampuan yang sangat baik dalam melakukan analisis pasar.

Fenomena blockholders (pemilik besar saham)

Blockholders (kepemilikan besar) menurut Shleifer & Vishny (1997), adalah suatu entitas yang memiliki lebih dari 5% dari jumlah saham suatu perusahaan. Dimana entitas tersebut dapat berupa karyawan, direktur ataupun keluarga dari orang dalam perusahaan, serta bisa juga merupakan institusi atau individu lain, yang berasal dari luar perusahaan.

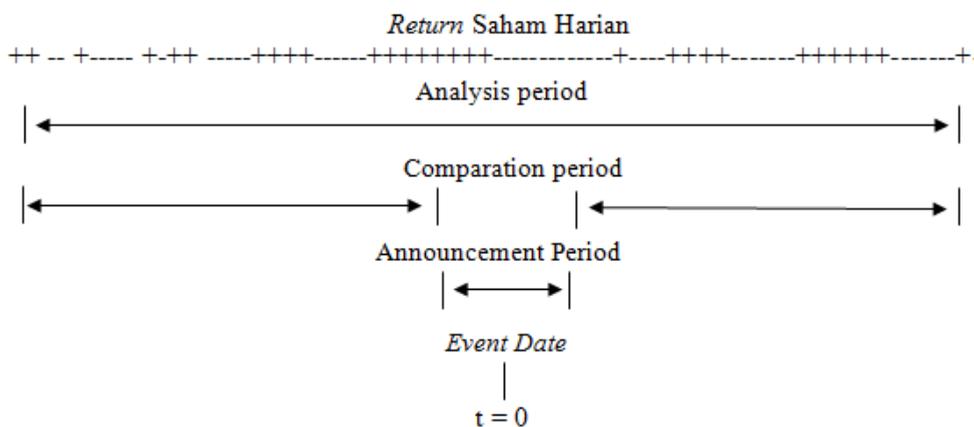
Blockholders mungkin dapat meningkatkan nilai (*value*) perusahaan, karena kekuatan mereka yang besar dalam pengambilan kebijakan perusahaan melalui RUPS, Thomsen, Pederson, & Kvist, (2006). Blockholders memiliki kemampuan yang besar untuk mempengaruhi berbagai kebijakan strategis perusahaan, seperti kebijakan deviden Safii & Asyik (2019), dan kebijakan hutang perusahaan Bui, 2018; Liao (2011), dimana berbagai strategi perusahaan tersebut akan mempengaruhi kinerja keuangan dan pertumbuhan perusahaan, Aminati (2016).

METODE

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian menggunakan data laporan keuangan sejumlah 347 perusahaan yang dipublikasikan tahun 2012 hingga tahun 2016. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia khususnya dalam penelitian ini data didapatkan dari website www.idx.co.id serta www.finance.yahoo.com.

Periode analisis pergerakan harga saham di sekitar tanggal publikasi laba

Untuk menguji pengaruh publikasi laba perusahaan melalui laporan keuangan terhadap pergerakan abnormal return saham, peneliti membangun model event study dalam penghitungan abnormal return saham individual dengan tanggal publikasi laba perusahaan sebagai event yang diestimasikan dapat menciptakan abnormal return dengan menggunakan model Johnson (1998). Analisis dilakukan dengan rentang waktu 31 hari analysis period (rentang waktu pengamatan) seperti yang digunakan dalam penelitian Johnson (1998). Analysis period terdiri dari event date, announcement period, serta comparison period. Event date adalah tanggal publikasi laba perusahaan, announcement period oleh Johnson (1998) didefinisikan sebagai waktu dimana diperkirakan terdapat pengaruh suatu kejadian atau dalam penelitian ini adalah publikasi laba perusahaan terhadap aktivitas perdagangan saham. Sementara comparison period merupakan periode yang digunakan untuk membentuk beta dan alpha sebagai faktor resiko dan tingkat pengembalian harapan suatu saham. Hubungan antar komponen analysis period model Johnson (1998), dijelaskan dalam gambar berikut:



Gambar 1. Penjelasan analysis period penelitian

Event Date, merupakan waktu dimana terjadinya suatu kejadian. Pada saat $t = 0$ itulah perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di pasar modal Indonesia menyampaikan laporan keuangannya kepada bursa.

Announcement Period, adalah periode dimana secara statistik terjadi pengaruh signifikan suatu kejadian terhadap harga saham. Dalam penelitian ini periode publikasi terdiri dari 3 hari periode pengamatan, yaitu antara $t = -1$ hingga $t = +1$. Tambahan satu hari sebelum dan sesudah tanggal publikasi laba diharapkan bisa menangkap mengenai adanya *abnormal return* dan volume transaksi saham disekitar waktu publikasi laba.

Comparison Period, adalah rentang waktu dimana referensi data diambil untuk melakukan analisis pengaruh suatu kejadian terhadap abnormal return dan volume transaksi saham. Dalam penelitian ini periode perbandingan akan menggunakan 30 hari perdagangan saham, terdiri dari 15 hari menjelang tanggal publikasi laba hingga 15 hari setelah tanggal publikasi laba perusahaan.

Abnormal return

Abnormal return adalah selisih antara kinerja riil suatu saham akibat suatu peristiwa terhadap return pembanding. Dimana model penetapan harga aset, Sharpe (1964) menyatakan bahwa Abnormal return merupakan return yang diharapkan dari saham itu sendiri yang dibandingkan dengan return pasar. Penelitian ini menggunakan dasar *Capital Asset Pricing* model untuk membentuk perbandingan return saham dan return pasar dalam menentukan *abnormal return*. Tahap perhitungan *abnormal return* adalah sebagai berikut:

Menghitung return saham individual

Untuk menghitung return yang diterima investor setelah disesuaikan suatu resiko maka perlu dilakukan penghitungan *abnormal return* saham disekitar tanggal publikasi laba dan kemudian membandingkan *abnormal return* dari masing-masing portofolio yang telah dibentuk, sehingga terlebih dahulu dilakukan penghitungan return harian saham dengan persamaan berikut:

$$R_{it} = \frac{H_t - H_{t-1}}{H_{t-1}}$$

Dimana R_{it} merupakan *return* saham i pada hari t , H_t adalah harga penutupan saham pada hari t , sedangkan H_{t-1} adalah harga penutupan saham pada hari sebelum t

Menghitung *return* pasar harian

Selanjutnya perhitungan dilakukan untuk menentukan *return* pasar pada hari t , dengan persamaan berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Dimana R_{mt} merupakan *return* pasar pada hari t , $IHS G_t$ adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHS G) penutupan pada hari t , sedangkan $IHS G_{t-1}$ adalah IHS G pada hari sebelum t .

Meresgikan *return* saham harian individual dengan *return* pasar harian untuk memperoleh α dan β masing-masing saham.

Abnormal return adalah selisih antara *return* nyata dari suatu saham akibat dari suatu kejadian terhadap *return* perbandingan. Dimana *return* perbandingan pada model *capital asset pricing model*, Sharpe (1964) adalah *return* harapan terhadap saham itu sendiri yang dapat di formulakan sebagai hubungan *return* saham dengan *return* pasar (bursa). Elton et al (2009), menggunakan *asset pricing model* untuk membentuk *return* perbandingan dalam menentukan *abnormal return*.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Dalam melakukan penghitungan *return* harapan dari suatu saham, alpha dan beta diestimasi berdasarkan analisis *Ordinary Least Squares Regression* (OLS) seperti pada persamaan 1, dengan data harga saham pada periode perbandingan. Berdasarkan metode OLS, *return* suatu saham i pada waktu t (R_{it}) merupakan penjumlahan dari suatu konstanta (α_i) di tambah dengan premi resiko dari *return* saham i terhadap *return* pasar pada periode t (R_{mt}) ditambah dengan faktor *error* (ε_{it}). Dimana dalam model *asset pricing model* Sharpe (1964) beta (β_i) adalah faktor untuk mengukur resiko sistematis suatu saham terhadap pasar, maka α dan β masing-masing saham dapat dihitung menggunakan persamaan berikut:

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

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

Dimana x merupakan *return* pasar (R_{mt}), y adalah *return* saham (R_{it}) dan n merupakan jumlah periode amatan.

Menghitung *abnormal return* saham

Dalam melakukan penghitungan *return* harapan dari suatu saham, alpha dan beta diestimasi berdasarkan analisis *Ordinary Least Squares Regression* (OLS) seperti pada persamaan 1, dengan data harga saham pada periode perbandingan. Berdasarkan metode OLS, *return* suatu saham i pada waktu t (R_{it}) merupakan penjumlahan dari suatu konstanta (α_i) di tambah dengan premi resiko dari *return* saham i terhadap *return* pasar pada periode t (R_{mt}) ditambah dengan faktor *error* (ε_{it}). Dimana dalam model *asset pricing model*, Sharpe (1964) beta (β_i) adalah faktor untuk mengukur resiko sistematis suatu saham terhadap pasar. Jika satuan waktu *return* saham (R_{it}) adalah periode kejadian publikasi laba. Maka faktor *error* dapat dipresentasikan sebagai *abnormal return* saham i pada waktu t . Sehingga persamaan 1 dapat diturunkan menjadi berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Persamaan 2 digunakan untuk menghitung abnormal return saham *i* pada waktu *t* (R_{it}) sebagai bentuk dari expected return suatu saham diprediksi berdasarkan data pasar. Dalam persamaan 1 dan 2, sebagai bentuk proxy pasar maka digunakan Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) harian dari Bursa Efek Indonesia sebagai pasar tempat saham tersebut diperdagangkan.

Menghitung rata-rata abnormal return saham.

Perhitungan abnormal return yang signifikan disekitar tanggal publikasi laba. menggunakan persamaan berikut:

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

Dimana AAR_{it} merupakan rata-rata Abnormal return seluruh saham yang menjadi sampel, AAR_{it} adalah abnormal return saham, dan *n* adalah jumlah data.

One sample z-test average abnormal return

Dalam penelitian ini, untuk apakah terdapat abnormal return pada keseluruhan saham yang menjadi sampel penelitian maka dilakukan *one sample z-test*. *One sample z test* merupakan pengujian statistik untuk membuktikan apakah suatu rata-rata data berbeda dengan kriteria tertentu untuk distribusi data penelitian yang normal dan variance data diketahui.

One sample z test digunakan untuk menguji statistik *z*, dalam pengujian hipotesis I apakah rata-rata cumulative abnormal return disekitar tanggal publikasi laba adalah positif (lebih besar dari nol). Untuk menghitung *z* atau jarak mean data sehubungan dengan simpangan baku cumulative abnormal return seluruh saham yang menjadi sampel penelitian digunakan persamaan berikut:

$$Z = \frac{x - \Delta}{\frac{\delta}{\sqrt{n}}}$$

Dimana *z* merupakan jarak antar mean cumulative abnormal return sehubungan dengan simpangan baku, *x* adalah rata-rata *cumulative average abnormal return*, Δ nilai spesifik yang akan diuji, δ standar deviasi.

Jika nilai *z-test* yang didapatkan merupakan angka yang signifikan secara statistik, maka hypothesis null (H_0) dari H_1 akan ditolak dan hypothesis alternatif (H_a) akan diterima atau dengan kata lain terdapat abnormal return yang positif signifikan disekitar tanggal publikasi laba perusahaan.

Two sample t-test cumulative abnormal return

Untuk menguji pengaruh keberadaan *blockholder* terhadap *Post Earning Announcement Drift*, peneliti membentuk lima portofolio dari semua sampel penelitian seperti model analisis, Fama & French, (1992). Dari 347 saham dibagi menjadi lima kelompok. Portofolio 5 adalah sekelompok saham dengan persentase pemegang blok tertinggi. Portofolio 1 adalah grup dengan persentase pemegang blok terendah.

Selanjutnya untuk menguji rata-rata abnormal return portofolio-5 (P5) secara statistik lebih tinggi dari rata-rata *abnormal return portofolio-1* (P1) penelitian ini menggunakan uji beda *two sample t-test*. Apabila nilai uji-t yang diperoleh merupakan angka yang signifikan secara statistik, maka dapat dikatakan bahwa terdapat pengaruh *blockholder* terhadap *Post Earning Anouncement Drifts*.

Untuk menguji means (rata-rata) *abnormal return* dari portofolio-5 (P5) secara statistik lebih tinggi dari means (rata-rata) *abnormal return* dari portofolio-1 (P1) maka digunakan uji beda *one tailed two sample t-test*. Untuk menghitung statistik-t rasio perbedaan antara *means* dari portofolio-5 (P5) dan portofolio-1 (P1), serta untuk mengukur keberagaman (variability) nilainya maka digunakan persamaan berikut:

$$t = \frac{(x_{p5} - x_{p1})}{\sqrt{s_p^2 \left(\frac{1}{n_{p5}} + \frac{1}{n_{p1}} \right)}}$$

Dimana x_{p5} adalah rata-rata *cumulative average abnormal return* portofolio-5 (P5), x_{p1} adalah rata-rata *cumulative average abnormal return* portofolio-1 (P1), sedangkan S_p^2 merupakan nilai varian dari seluruh data, n_5 adalah jumlah saham yang tergabung dalam portofolio-5, dan n_1 adalah jumlah saham yang tergabung dalam portofolio-1. Varian data dari portofolio-1 (P1) dan portofolio-5 (P5) dihitung dengan menggunakan persamaan berikut:

$$s_p^2 = \frac{(n_{p5} - 1)s_{p5}^2 + (n_{p1} - 1)s_{p1}^2}{n_{p5} + n_{p1} - 2}$$

Dimana n_5 adalah jumlah saham yang tergabung dalam portofolio-5, n_1 adalah jumlah saham yang tergabung dalam portofolio-1, S_{p5}^2 adalah varian dari portofolio-5, dan S_{p1}^2 adalah varian dari portofolio-1. Nilai varian dari seluruh data (S_p^2) adalah rata-rata tertimbang dari varian portofolio-1 (P1) dan portofolio-5 (P5).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sejumlah 347 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dijadikan sampel dalam penelitian ini. Dimana dari tahun 2012 hingga 2016 terdapat 1.735 penyampaian laporan keuangan dari semua perusahaan sampel tersebut. Tabel 1 menjelaskan deskriptif kepemilikan *blockholders* di semua perusahaan sampel.

Tabel 1. Deskriptif sampel penelitian

Descriptive	Value
Total sample	347
Average blockholders ownership	54.10%
Highest blockholders ownership	98.96%
Lowest blockholders ownership	5.84%

Return saham di sekitar tanggal publikasi laba perusahaan

Untuk menguji fenomena PEAD penelitian ini menggunakan uji one sample z test terhadap rata-rata abnormal return pada event window $t = -1$ hingga $t = +1$ dari seluruh saham yang dijadikan sampel apakah berbeda dengan nol. Tabel 2 menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* pada event window $t = -1$ tidak signifikan secara statistik, sedangkan rata-rata abnormal return pada window event $t = 0$ dan $t = +1$ signifikan pada uji statistik pada taraf 5%.

Tabel 2. Hasil uji z rata-rata *abnormal return* 3 hari relatif di sekitar publikasi laba

	AAR	Z-test statistik	P value
t = -1	- 0.0007494	-0,63	0,0529
t = 0	0.0039309	5.6	0.0001
t = +1	0.0007254	3.52	0.0004

Sig = 0.05.

Hasil pengujian didapatkan t-1 *abnormal return* tidak signifikan yang menunjukkan bahwa tidak ada kebocoran terkait informasi laporan keuangan sebelum diumumkan secara resmi ke pasar. Sedangkan *abnormal return* pada $t = 0$ dan $t = -1$ yang terbukti signifikan menunjukkan reaksi harga saham di Bursa Efek Indonesia terhadap pengumuman laba.

Pengaruh kepemilikan *blockholders* terhadap pergerakan harga saham di sekitar tanggal publikasi laba perusahaan

Penelitian ini mengikuti model, Fama & French (1992) untuk menganalisis pengaruh keberadaan *blockholders* terhadap reaksi harga saham di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Semua sampel saham dibagi menjadi lima portofolio, Portofolio 5 merupakan kelompok saham dengan persentase *blockholder* tertinggi, sedangkan portofolio 1 merupakan kelompok dengan persentase *blockholder* terendah Fama & French (1992). Gambaran persentase *blockholder* dari masing-masing portofolio disajikan pada tabel berikut:

Tabel 3. Rincian data portofolio dari tahun 2012 hingga 2013

	Portofolio 1	Portofolio 2	Portofolio 3	Portofolio 4	Portofolio 5
Jumlah publikasi	341	329	314	300	316
Rata-rata presentase <i>blockholders</i>	42,93%	59,98%	79,25%	88,11%	98,96%
Presentase <i>blockholders</i> terendah	5.84%	54,08%	65,32%	79,29%	88,33%
Presentase <i>blockholders</i> tertinggi	54.07%	65,05%	79,25%	88,11%	98,96%

Uji-t terhadap rata-rata *abnormal return on window event* portofolio 5 dan portofolio 1 bertujuan untuk menguji apakah saham dengan persentase *blockholder* yang tinggi memiliki *return* yang lebih tinggi secara signifikan dibandingkan dengan saham dengan persentase *blockholder* yang rendah sekitar tanggal pengumuman laba. Hasil uji-t dengan SPSS ditunjukkan pada tabel 4:

Tabel 4. T-test result of average *abnormal return* portofolio 1 and portofolio 5

	Portofolio 1	Portofolio 5	t - Statistics	P Value
Average AR t=-1 – t = +1	0.00149	0.03266	0,354	0,724

Sig = 0.05.

Tabel 4 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* kelompok saham dengan prosentase kepemilikan *blockholders* tinggi (Portofolio 5) dibandingkan kelompok saham dengan prosentase kepemilikan *blockholders* rendah (portofolio 1).

Hasil yang tidak signifikan dari perbedaan *abnormal return* portofolio-5 dan portofolio-1 menggambarkan bahwa walaupun *blockholders* memiliki pengaruh yang besar dalam menentukan berbagai kebijakan serta strategi perusahaan, termasuk kebijakan penggunaan laba yang telah dicapai perusahaan, apakah laba tersebut akan ditahan (*retained*) atau dibagikan dalam bentuk deviden, Acheson et al., (2016). Namun dalam penelitian ini kepemilikan saham oleh *blockholders* tidak memberikan pengaruh signifikan mengenai *abnormal return* disekitar tanggal publikasi laba, atau dalam prespektif pasar modal indonesia kelompok saham dengan kepemilikan *blockholders* tinggi memiliki *return* yang lebih baik dibandingkan kelompok saham dengan prosentase kepemilikan *blockholders* rendah.

SIMPULAN

Berdasarkan pengujian statistik yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa terdapat reaksi terhadap harga saham atau dalam hal ini *Post Earning Announcement Drifts* (PEAD) di pasar saham Indonesia. Isi informasi laporan keuangan menjadi dasar bagi investor di bursa efek Indonesia untuk mengoreksi harga wajar saham yang langsung tercermin dalam reaksi harga setelah publikasi laba perusahaan. Hasil pengujian juga mendapatkan hasil bahwa keberadaan *blockholders* tidak mempengaruhi pergerakan harga saham disekitar tanggal publikasi laporan keuangan, sehingga dapat disimpulkan bahwa keberadaan *blockholders* tidak

DAFTAR PUSTAKA

- Acheson, G. G., Campbell, G., Turner, J. D., & Vanteeva, N. (2016). Corporate Ownership, Control, and Firm Performance in Victorian Britain. *Journal of Economic History*, 76(1), 1–40. <https://doi.org/10.1017/S0022050716000450>
- Aminati, R. (2016). Pengaruh Kebijakan Deviden , Hutang , Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Consumer Goods. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 5(8), 1–17.

-
-
- Anom, L., & Safii, A. A. (2017). Pengaruh Keberadaan Blockholders Terhadap Volatilitas Harga Saham. *EKSEKUTIF*, 14(2), 320–331.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, pp. 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43–63. <https://doi.org/https://doi.org/10.2308/accr.2000.75.1.43>
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Bui, T. (2018). Corporate Blockholders and Financial Leverage. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3246101>
- Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *Journal of Finance*, 64(6), 2481–2513. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x>
- Edmans, A. (2014). Blockholders and Corporate Governance. *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), 23–50. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034455>
- Edwards, S., Biscarri, J. G., & Garcia, F. P. de. (2003). Stock Market Cycles, Financial Liberalization and Volatility. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), 925–955. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.011>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R., Review, I. E., & Feb, N. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Gorton, G., & Kahl, M. (2008). Blockholder Scarcity, Takeovers, and Ownership Structures. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 937–974.
- Hampton, J. J., & Wagner, C. L. (1989). *Working Capital Management*. Wiley.
- Haugen, R. A. (2001). *Modern Investment Theory* (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Johnson, K. H. (1998). Graphical Analysis for Event Study Design. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(1), 61–71.
- Liao, S. (2011). Outside Blockholders' Monitoring of Management and Debt Financing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1512706>
- Safii, A. A., & Asyik, N. F. (2019). The Role of Blockholders on Dividends Policy Of Indonesian Public Listed Companies. *Proceeding of 7th Asian Academic Society International Conference 2019*, 454–458.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19, 425–442. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–787.
-
-

-
-
- Thomsen, S., Pederson, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246–269. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.001>
- Weygandt, J. J., Kieso, D. E., Kimmel, P. D., & Wasson, D. D. (2011). *Study Guide to Accompany Financial Accounting*. Wiley.