

Abnormal Return Dengan Strategi Analisis Fundamental

Anik Suryaningrum
STIEBBANK

Beberapa penelitian sebelumnya telah membuktikan bahwa harga saham ternyata gagal untuk merefleksikan dengan segera publikasi informasi yang tersedia, khususnya informasi mengenai earnings. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data yang terdapat dalam laporan keuangan (data fundamental), sebagai upaya untuk mencari alternatif lain yang diharapkan dapat digunakan untuk menentukan harga saham dengan lebih baik.

Dengan pengambilan sampel diambil secara purposive random sampling terhadap perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2005 dan 2006 dan sahamnya aktif diperdagangkan selama periode tersebut. Diperoleh sebanyak 34 perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditetapkan.

Penelitian ini menggunakan 6 sinyal fundamental yaitu: persediaan (PERSD), piutang dagang (PD), pengeluaran modal (PM), margin kotor(MK), biaya penjualan dan administrasi (P&A) dan pajak efektif (PE). Sinyal fundamental dihitung dengan menggunakan model perubahan rata-rata 2 tahun sebelumnya. Sedangkan abnormal return dihitung dengan menggunakan model disesuaikan rata-rata dan model disesuaikan pasar. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi sederhana untuk mengetahui besarnya hubungan antara masing-masing sinyal fundamental (univariate regression), maupun seluruh sinyal fundamental (multivariate regression) terhadap CAR (cumulative abnormal return).

Hasil empiris menunjukkan bahwa sinyal margin kotor (MK) mampu memprediksi abnormal return secara signifikan, yaitu dengan signifikansi nilai t sebesar 0,0726 (dengan model disesuaikan rata-rata) dan sebesar 0,0165 (dengan model disesuaikan pasar). Sedangkan kelima sinyal fundamental yang lain ternyata tidak mampu memprediksi abnormal return secara signifikan karena analisis statistik menunjukkan signifikansi nilai t yang lebih besar dari 0,1, masing-masing yaitu: PERSD = 0,4933 dan 0,2938, PD = 0,2171 dan 0,3119, PM = 0,2682 dan 0,3076, dan PE = 0,2208 dan 0,2333 (masing-masing untuk model disesuaikan rata-rata dan model disesuaikan pasar).

Kata kunci: abnormal return, analisis fundamental, sinyal fundamental, efisiensi pasar.

1. Pendahuluan

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga-harga sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar tersebut. Pada keadaan seperti ini akan sangat sulit (atau bahkan hampir tidak mungkin) bagi para pemodal /investor untuk memperoleh tingkat

keuntungan di atas normal. Tingkat keuntungan di atas normal (abnormal return) diperoleh apabila tingkat keuntungan yang dapat direalisasikan lebih tinggi daripada tingkat keuntungan ekuilibrium (yang diharapkan). Berdasarkan kenyataan bahwa ternyata harga saham ternyata gagal untuk dapat merefleksikan dengan segera publikasi informasi yang tersedia, khususnya informasi mengenai earnings, maka dicari alternatif lain yang diharapkan dapat digunakan untuk menentukan harga saham dengan lebih baik.

Ou dan Penman (1989a) mengembangkan suatu strategi investasi berdasarkan pada informasi laporan keuangan dengan tujuan untuk mengetes efisiensi pasar. Mereka menyatakan (hal. 296):

Nilai-nilai (fundamental) perusahaan diindikasikan oleh informasi di dalam laporan keuangan. Harga-harga saham menyimpang dari nilai-nilai ini dan secara pelan-pelan cenderung menuju kearah nilai-nilai fundamental. Oleh karenanya, analisis terhadap laporan keuangan yang dipublikasikan dapat mencakup nilai-nilai yang tidak direfleksikan dalam harga saham.

Selanjutnya Abarbanell dan Bushee (1998) (selanjutnya disingkat AB) melakukan pengujian mengenai apakah penerapan analisis fundamental dapat menghasilkan abnormal return secara signifikan. AB mendasarkan penelitian mereka pada penelitian Lev dan Thiagarajan (2003) (selanjutnya disingkat LT) dan AB (2007). LT memasukkan beberapa proxy empiris yang saling berkaitan sebagai sinyal fundamental, yang merefleksikan hubungan data akuntansi pada saat ini yang memiliki arti bagi prediksi perubahan laba bersih di masa yang akan datang. Hasil yang diperoleh AB (1998) adalah bahwa abnormal return dengan strategi fundamental berkaitan dengan perubahan earnings setahun berikutnya dan hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ou dan Penman (1989a).

Dengan menggunakan data yang terdapat dalam laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI penelitian ini mengembangkan penelitian sebelumnya dengan melakukan pengujian mengenai kemungkinan bahwa abnormal return saham dapat diperoleh dengan menggunakan analisis fundamental. Analisis fundamental didasarkan pada premis bahwa beberapa sekuritas (dan pasar secara keseluruhan) memiliki nilai intrinsik? atau nilai yang sebenarnya seperti yang diestimasikan oleh investor, yaitu nilai sekarang semua aliran kas yang diharapkan dapat diperoleh dari saham (Jones, 200: 495). Investor memiliki-taksiran nilai intrinsik yang berbeda dengan harga saham disebabkan karena perbedaan kesepakatan pasar untuk menaksir return dan atau risiko yang diharapkan.

Kondisi pertama yang diperlukan untuk dapat diperolehnya abnormal return adalah bahwa informasi digeneralisasi oleh suatu analisis fundamental untuk memprediksi variabel-variabel ekonomi di masa yang akan datang yang kemungkinan akan diberi harga oleh pasar. Studi sebelumnya yang dilakukan oleh LT (2003) memperkenalkan sekumpulan isinyal fundamental? yang merefleksikan hubungan antara data akuntansi pada saat ini untuk memprediksi perubahan earnings di masa yang akan datang. LT menunjukkan relevansi nilai sinyal-sinyal ini dengan menunjukkan bahwa sinyal-sinyal ini berhubungan secara signifikan dengan return saham yang diperhitungkan secara seragam dengan pengungkapan sinyal. Sedangkan AB mendapatkan bukti langsung bahwa baik *earnings* masa yang akan datang maupun revisi terhadap *forecast* analis atas earnings masa yang akan datang berhubungan secara signifikan dengan beberapa signal pada periode sampel yang mereka uji. Bukti

langsung mengenai hubungan antara signal individual dengan earnings masa yang akan datang ini menunjukkan bahwa observasi yang menghubungkan antara return yang sejenis (*contemporaneous returns*) dan signal fundamental merefleksikan (secara sebagian) kemampuan sinyal untuk memprediksi nilai informasi yang relevan.

Kondisi kedua untuk memperoleh abnormal return dengan menggunakan analisis fundamental adalah bahwa pasar kadang-kadang kurang memanfaatkan informasi dalam sinyal fundamental mengenai variabel-variabel ekonomi di masa mendatang. AB menyajikan bukti tidak langsung mengenai hal ini dengan melakukan pengujian ex post kesalahan *forecast* analis. Hasil yang diperoleh adalah bahwa forecast analis tidak merefleksikan, atas dasar waktu, semua informasi mengenai earnings masa yang akan datang yang termuat dalam sinyal fundamental. Dengan demikian ada kemungkinan bahwa harga-harga sekuritas juga gagal untuk merefleksikan informasi secara lengkap.

Adapun perbedaan penelitian ini dengan pendekatan yang dilakukan oleh Ou dan Penman (1989a) adalah :

Ou dan Penman (1989a) mencoba untuk mengidentifikasi argumen dasar untuk mempelajari beberapa di antara variabel penjelas atau untuk menguji hipotesa mengenai bagaimana variabel-variabel tersebut mungkin saling berhubungan dengan-*earnings* masa yang akan datang. Ou dan Penman mulai dengan menyajikan daftar mengenai rasio-rasio akuntansi yang digunakan untuk menjelaskan *leverage* perusahaan, aktivitas dan profitabilitas serta hubungan yang sejenis (*univariate*) antara variabel- variabel ini dengan perubahan earnings masa yang akan datang. Selain itu, pendekatan yang mereka gunakan menghasilkan variabel penjelas yang sangat banyak, beberapa di antaranya gagal untuk mengilhami prediktor yang baik bagi earnings masa yang akan datang. Sedangkan dalam penelitian ini strategi akan difokuskan pada jumlah variabel yang sedikit, khususnya yang dimotivasi oleh argumen mengapa sinyal ini diharapkan berhubungan dengan perubahan earnings masa yang akan datang.

Ou dan Penman (1989a) mengkombinasikan prediktor-prediktor yang mereka gunakan dalam satu pengukuran tunggal, yaitu Pr, dengan mengabaikan kontribusi signal individual untuk mendapatkan abnormal return dan membatasi pemahaman mengenai analisis fundamental. Analisis dalam penelitian ini berusaha untuk tetap mempertahankan sinyal individual dan diharapkan dapat mengevaluasi kekuatan masing-masing sinyal untuk memprediksi dan mengembangkan faktor-faktor yang saling berhubungan yang akan mempengaruhi informasi.

2. Pengembangan Hipotesis

Sinyal fundamental merupakan sinyal yang biasanya digunakan oleh analis keuangan untuk memprediksi kinerja perusahaan di masa yang akan datang yaitu dengan menggunakan data yang terdapat dalam laporan keuangan di masa yang lalu (data historis).

AB (1998) menggunakan 9 sinyal fundamental akuntansi yang saling berhubungan, dari 12 sinyal yang digunakan oleh LT (2003), sebagai prediktor bagi *contemporaneous returns*, *earnings* masa yang akan datang dan revisi *forecast* analis. Sinyal-sinyal tersebut adalah : *Inventory* (INV), *Accounts Receivable* (AR), *Capital Expenditures* (CAPX), *Gross Margin* (GM), *Selling and Administrative Expenses* (S&A), *Effective Tax Rate* (ETR), *Earnings*

Quality (EQ), *Audit Qualification* (AQ), dan *Labor Force* (LF). Terhadap 9 sinyal fundamental tersebut AB (1998) melakukan pengujian empiris untuk menentukan hubungan masing-masing sinyal dengan return saham pada saat ini, dengan earnings setahun ke depan serta hubungannya dengan pertumbuhan earnings dalam jangka panjang. Karena keterbatasan data dan disesuaikan dengan tujuan penelitian, maka penelitian ini hanya akan menguji hubungan antara sinyal fundamental dengan return saham pada saat ini. Adapun sinyal-sinyal yang akan digunakan adalah: Persediaan (PERSD), Piutang Dagang (PD), Pengeluaran Modal (PM), Margin Kotor (MK), Biaya Penjualan dan Administrasi (P&A), dan Pajak Efektif (PE).

Adapun pengukuran untuk masing-masing sinyal (seperti yang digunakan oleh LT, 2003) dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini:

Tabel 1
Pengukuran Sinyal Fundamental

Sinyal	Pengukuran
Persediaan (PERSD)	▲ Persediaan -▲ Penjualan
Piutang Dagang (PD)	▲ Piutang Dagang -▲ Penjualan
Pengeluaran Modal (PM)	▲ PM Industri -▲ PM Perusahaan
Margin Kotor (MK)	▲ Penjualan -▲ Margin Kotor
Biaya Penj. & Adm. (P&A)	▲ P&A -▲ Penjualan
Pajak Efektif (PE)	PSPt (Tt-1 -Tt) Dengan: PSPt : Penghas. Sbl. Pajak pada waktu t Tt : Tarif pajak efektif, yaitu: = Biaya Pajak t PSPt

Keterangan :

- Tanda a menunjukkan suatu prosentase perubahan variabel dari rata-ratanya 2 tahun yang lalu, sebagai contoh : a. Penjualan = $(\text{Penjualan t} - \bar{E}(\text{Penjualan t})) / \bar{E}(\text{Penjualan t})$ dengan $\bar{E}(\text{Penjualan t}) = (\text{Penjualan t-1} + \text{Penjualan t-2}) / 2$.
- Dipilih variabel penjualan karena hal ini sesuai dengan yang diusulkan oleh para analis.
- Variabel persediaan adalah barang jadi, tetapi jika tidak tersedia datanya maka digunakan nilai persediaan total.

Sinyal Persediaan (PERSD)

Jika persediaan barang jadi meningkat lebih cepat daripada penjualan, maka diperkirakan akan menjadi berita buruk (*bad news*) bagi *earnings*. Keadaan ini menunjukkan bahwa di dalam perusahaan banyak tersedia barang jadi yang belum dapat dijual, penjualan yang lambat akan berakibat menurunkan *earnings*.

LT (2003) dan AB (2007) telah mendapatkan bukti empiris bahwa sinyal persediaan berhubungan secara negatif dengan return saham. Sedangkan AB (1998) mendapatkan bukti bahwa sinyal ini berhubungan positif dengan return saham. Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan karena digunkannya pengukuran yang berkebalikan dengan pengukuran yang

dilakukan pada penelitian sebelumnya, yaitu LT (2003) dan AB (2007). Sehingga sebenarnya hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian sebelumnya.

- Rumusan hipotesis. sehubungan sengan sinyal persediaan sebagai berikut:

H1 : *Abnormal return* berhubungan secara negatif dengan sinyal persediaan.

Sinyal Piutang Dagang (PD)

Adanya peningkatan piutang dagang yang tidak proporsional dengan penjualan ditafsirkan oleh analis sebagai sinyal yang negatif. Peningkatan piutang dagang yang tidak proporsional ini dianggap terdapat kesulitan dalam penjualan produk perusahaan, yang biasanya ditunjukkan dengan besarnya kredit, dan selanjutnya diperkirakan mengindikasikan terdapat kesulitan pengumpulan kas dan akan menimbulkan biaya kerugian piutang yang lebih besar di masa yang akan datang. Selain itu, peningkatan piutang dagang yang tidak proporsional ini juga ditafsirkan adanya manipulasi earnings selama penghasilan belum direalisasikan dan telah dicatat sebagai penjualan. Hal inilah yang menjadi alasan dasar bahwa peningkatan piutang dagang mengindikasikan rendahnya earnings pada saat ini dan selanjutnya berhubungan secara negatif dengan return saham. Bukti empiris mengenai hal ini telah diperoleh dari penelitian LT (2003) dan AB (2007 dan 1998). Rumusan hipotesis untuk sinyal piutang dagang adalah:

H2 : *Abnormal return* berhubungan secara negatif dengan sinyal piutang dagang.

Sinyal Pengeluaran Modal (PM)

Penurunan pengeluaran modal perusahaan seringkali ditafsirkan secara negatif oleh analis. Suatu penurunan pengeluaran modal perusahaan mengindikasikan bahwa manager menganggap arus kas (*cash flows*) pada saat ini dan di masa yang akan datang telah memadai untuk mempertahankan tingkat investasi sebelumnya.

Dengan mengabaikan pedoman teoritis, maka akan digunakan variabel industri untuk sinyal pengeluaran modal yang diperoleh dengan mengurangkan prosentase perubahan pengeluaran modal perusahaan tahunan terhadap prosentase perubahan pengeluaran modal industri secara tahunan. Penelitian LT (2003) dan AB (2007 dan 1998) memperoleh bukti bahwa sinyal pengeluaran modal menunjukkan coeficien response yang negatif dengan *return* saham: nilai positif dua sinyal (yaitu pertumbuhan industri yang lebih besar daripada pertumbuhan perusahaan) menunjukkan berita buruk (*bad news*) dan selanjutnya akan berhubungan secara negatif dengan return saham. Rumusan hipotesis sinyal pengeluaran modal adalah:

H3: *Abnormal return* berhubungan secara negatif dengan sinyal pengeluaran modal.

Sinyal Margin Kotor (MK)

Adanya penurunan margin kotor yaitu: penjualan dikurangi harga pokok penjualan yang tidak proporsional dengan penjualan ditafsirkan negatif oleh para analis. Variasi faktor fundamental ini (yang diindikasikan oleh perubahan margin kotor yang tidak proporsional) seringkali mempengaruhi kinerja perusahaan dalam jangka panjang dan selanjutnya akan berakibat terhadap *earnings* dan nilai perusahaan. Bukti empiris mengenai hal ini didapatkan dalam penelitian LT (2003) dan AB (2007 dan 1998).

Rumusan hipotesis sinyal margin kotor:

H4 : *Abnormal return* berhubungan secara positif dengan sinyal margin kotor.

Sinyal Biaya Penjualan dan Administrasi (P&A)

Hampir semua biaya administrasi mendekati biaya yang besarnya tetap, sehingga adanya peningkatan biaya administrasi yang tidak proporsional (terhadap penjualan) dianggap sebagai sinyal yang negatif yang ditafsirkan sebagai kegagalan manajerial di dalam melakukan pengawasan terhadap biaya.

Adanya peningkatan (penurunan) biaya penjualan dan administrasi relatif terhadap prosentase perubahan penjualan, memberikan sinyal adanya peningkatan (penurunan) di dalam struktur biaya tidak langsung suatu perusahaan yang selanjutnya akan menurunkan (meningkatkan) earnings di masa yang akan datang. Hal ini telah dibuktikan dalam penelitian LT (2003) dan AB (2007 dan 1998).

Rumusan hipotesis yang diturunkan untuk sinyal ini adalah:

H5 : Abnormal return berhubungan secara negatif dengan sinyal biaya penjualan dan administrasi.

Sinyal Pajak Efektif (PE)

Sinyal pajak efektif merupakan variabel non akuntansi yang dimasukkan baik oleh LT (2003). maupun oleh AB (2007 dan 1998). Selain pajak efektif. variabel non akuntansi lain yang juga dimasukkan dalam penelitian-penelitian tersebut adalah: *laborforce*, *audit qualification* dan *earnings quality*.

Perubahan yang signifikan pada tarip pajak efektif yang tidak disebabkan oleh perubahan undang-undang perpajakan biasanya dipertimbangkan sebagai sinyal yang negatif. Adanya penurunan (peningkatan) tarip pajak efektif mengindikasikan bahwa earnings tidak tetap bertahan pada tingkat yang ada pada saat ini dan akan menunjukkan kinerja di masa yang akan datang. LT (2003) dan AB (2007 dan 1998) mendapatkan hubungan yang negatif sinyal ini dengan *earnings* masa yang akan datang. Rumusan hipotesis sinyal pajak efektif adalah:

H6 : *Abnormal return* berhubungan secara negatif dengan sinyal pajak efektif.

3. Metodologi Penelitian

Data penelitian adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2006 & 2007 dan *JSX Fact Book* 2006 & 2007, harian Bisnis Indonesia, *Besiness News*. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: laporan keuangan perusahaan sampel untuk tahun buku yang berakhir tanggal 31 Desember 2003, 2004, 2005, dan 2006, jumlah frekuensi perdagangan saham tahun 2005 dan 2006, tanggal publikasi laporan keuangan, harga saham sekitar tanggal publikasi laporan keuangan, return dan abnormal return saham sekitar tanggal publikasi laporan keuangan, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), return indeks pasar dan sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Adapun data laporan keuangan yang digunakan untuk menentukan nilai sinyal fundamental adalah seperti dalam tabel 2 berikut ini:

Tabel 2
Sinyal Fundamental dan Elemen Laporan Keuangan

Sinyal	Elemen Laporan Keuangan
PERSD (Persediaan)	Inventories & Net Sales Trade Receivables
PD (Piutang Dagang)	& Net Sales Investments & Industry
PM (Pengeluaran Modal) MK (Margin Kotor)	Investment Gross Profit & Net Sales Operating Expenses & Net Sales Profit
P&A (B. Penj. & Adm.)	Before Taxes & Profit After Taxes
PE (Pajak Efektif)	

Untuk tujuan pengujian hipotesis yang diajukan, sebelumnya dihitung nilai masing-masing sinyal fundamental untuk setiap perusahaan sampel (lihat Tabel 1).

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan *return ekspektasi* (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian abnormal return merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi sebagai berikut:

$$A_{R,i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Dalam persamaan di atas $A_{R,i,t}$ adalah *abnormal return* saham i pada waktu t, $R_{i,t}$ adalah return sesungguhnya yang terjadi untuk saham i pada waktu t, dan $E(R_{i,t})$ adalah return ekspektasi untuk saham i pada waktu t.

Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{i,t} = (H_t - H_{t-1}) / H_{t-1} \quad (2)$$

Dalam persamaan di atas $R_{i,t}$ adalah return sesungguhnya pada hari ke-t, H_t adalah harga saham hari t, dan H_{t-1} adalah harga saham hari sebelumnya. Harga saham adalah harga pada closing price pada periode pengamatan.

Dalam penelitian ini untuk mengestimasi return ekspektasi digunakan model estimasi Brown dan Warner (1985), yaitu model disesuaikan rata-rata dan model disesuaikan pasar.

Model Disesuaikan Rata-rata (*Mean-adjusted Model*)

Model ini menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = \frac{1}{T} \times \sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j} \quad (3)$$

Dalam persamaan di atas $E(R_{i,t})$ adalah return ekspektasi untuk periode peristiwa t, $R_{i,j}$ adalah return realisasi saham i pada periode estimasi j, dan T adalah lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2 .

Dalam penelitian ini digunakan periode estimasi selama 100 hari sebelum publikasi laporan keuangan dan periode peristiwa selama 11 hari (5 hari sebelum publikasi laporan keuangan, tanggal publikasi laporan keuangan, dan 5 hari setelah publikasi laporan keuangan). Dengan menggunakan periode estimasi 100 hari, maka return ekspektasi dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_i, t) = \frac{1}{100} \times \sum_{j=6}^{-105} R_{i,j} \quad (4)$$

Dalam persamaan di atas $E(R_i, t)$ adalah return ekspektasi saham i pada periode peristiwa t , $R_{i,j}$ adalah return realisasi saham i pada periode estimasi ($-105, 6$). Cumulative excess return pada tanggal pengumuman didefinisikan sebagai berikut:

$$CAR_{1(t_1,t_2)} = \sum_{j=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (5)$$

Dalam persamaan di atas $CAR_{1(t_1,t_2)}$ adalah cumulative excess return saham i pada periode peristiwa t . $AR_{i,t}$ didefinisikan pada persamaan (1). (t_1, t_2) adalah panjang interval return (periode kumulasi).

Model Disesuaikan Pasar (Market-adjusted Model)

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return saham adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi, karena return saham yang diestimasikan adalah sama dengan return indeks pasar.

Untuk menghitung besarnya return indeks pasar, maka perlu diketahui terlebih dahulu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tiap periode dengan rumus:

$$IHSG = \frac{\text{Nilai Pasar Seluruh Saham Yang Beredar}}{\text{Nilai Dasar Seluruh Saham Yang Beredar}} \times 100 \quad (6)$$

$$IHSG = \frac{\text{Saham Yang Tercatat} \times \text{Kurs } t}{\text{Saham Yang Tercatat} \times \text{Kurs dasar}} \times 100 \quad (7)$$

Selanjutnya angka IHSG digunakan untuk menghitung return pasar dengan rumus:

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1} \quad (8)$$

Dalam persamaan di atas R_{mt} adalah return indeks pasar pada waktu t , $IHSG_t$ adalah IHSG pada waktu t , dan $IHSG_{t-1}$ adalah IHSG hari sebelumnya.

Abnormal return untuk masing-masing saham dapat dihitung dengan mengurangkan return yang terjadi untuk masing-masing saham dengan return indeks pasar pada hari yang sama atau dengan rumus sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{mt} \quad (9)$$

Dalam persamaan di atas $\text{AR}_{i,t}$ adalah abnormal return saham i pada waktu t (lihat persamaan 1), $R_{i,t}$ adalah return sesungguhnya pada hari t (lihat persamaan 2), dan R_{mt} adalah return indeks pasar pada hari t (lihat persamaan 8).

Selanjutnya CAR (cumulative abnormal return) dihitung dengan menggunakan rumus (5).

Penelitian ini menggunakan analisis regresi sebagai model untuk memprediksi hubungan antara variabel dependen - yaitu *cumulative excess return* - dengan variabel independennya - yaitu sinyal-sinyal fundamental. Regresi dilakukan baik untuk masing-masing variabel independen (univariate regression), maupun untuk seluruh variabel independen (*multivariate regression*). Untuk memenuhi persyaratan uji regresi sebelumnya perlu dilakukan uji asumsi klasik yang dalam penelitian ini dilakukan uji heteroskedastisitas dan multikolinearitas. Ada tidaknya heteroskedastisitas dilihat dengan melakukan uji Glesjer. Sedangkan ada tidaknya multikolinearitas dilihat dari besarnya nilai tolerance, VIF, dan condition index. Adapun model regresi yang digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis H1 sampai dengan H6 adalah:

$$Y_{i,t} = a + b_1 \text{PERSDi},t + b_2 \text{PDi},t + b_3 \text{PMi},t + b_4 \text{MKi},t + b_5 \text{P&Ai},t + b_6 \text{PEi},t + e_{i,t}$$

Dengan notasi masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

$Y_{i,t}$ = *cumulative abnormal return* perusahaan i pada periode pengamatan t .

a = koefisien regresi.

PERSDi,t = nilai sinyal Persediaan perusahaan i pada periode pengamatan t .

PDi,t = nilai sinyal Piutang Dagang perusahaan i pada periode pengamatan t .

PMi,t = nilai sinyal Pengeluaran Modal perusahaan i pada periode pengamatan t .

MKi,t = nilai sinyal Margin Kotor perusahaan i pada periode pengamatan t .

$\text{P&Ai},t$ = nilai sinyal Biaya Penjualan dan Administrasi perusahaan i pada periode pengamatan t .

PEi,t = nilai sinyal Pajak Efektif perusahaan i pada periode pengamatan t .

$e_{i,t}$ = variabel gangguan perusahaan i pada periode pengamatan t .

4. Hasil Penelitian

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif atas variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa sinyal fundamental yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap CAR hanyalah sinyal MK, baik digunakan model disesuaikan rata-rata, maupun dengan menggunakan model disesuaikan pasar, yaitu dengan signifikansi nilai t lebih kecil daripada 0,1. Berdasarkan analisis data penelitian diperoleh hasil seperti yang terangkum dalam tabel 4 dan 5 berikut ini.

Tabel 6 berikut ini meringkas hasil pengujian hipotesis 1 sampai dengan 6 dengan menyertakan signifikansi nilai t , R² dan adjusted R² untuk masing-masing hipotesis.

Tabel 3
Statistik Deskriptif untuk Variabel yang Digunakan

Variabel	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
PERSD	0,22	0,88	- 1,3330	5,6039
PD	0,29	1,27	- 1,1197	9,6490
PM	- 9,96	75,34	- 621,8539	1,0486
MK	- 0,52	4,12	- 33,9268	0,5740
P&A	0,02	0,40	- 2,2002	1,1749
PE	1.167,72	19.443,02	80.212,18	86.556,756
CAR	- 0,01	0,13	- 0,55269	0,36322
CARMA	0,01	0,13	- 0,48302	0,33712

Tabel 4
Hasil Analisis Univariate Regression
 $CAR_{i,t} = a + b SINYAL_{i,t} + e_{i,t}$

Hip.	Sinyal	Constant	Koef. Beta	t-value	Sig t
Panel A (Mean-adjusted Model)					
H1	PERSD	- 0,004405	- 0,005256	- 0,290	0,3862
H2	PD	- 0,003204	- 0,008323	- 0,665	0,2543
H3	PM	- 0,004274	1.31429E-04	0,621	0,2635
H4	MK	- 0,003560	0,003924	1,019	0,1560
H5	P&A	- 0,005545	- 0,002136	- 0,054	0,4786
H6	PE	- 0,004937	-5.52326E-07	- 0,674	0,2514
Panel B (Market-adjusted Model)					
H1	PERSD	0,008544	0,013043	0,730	0,2341
H2	PD	0,012281	- 0,00^854	- 0,229	0,4097
H3	PM	0,123190	8.57354E-05	0,408	0,3423
H4	MK	0,016146	0,009080	2,468	0,0081
H5	P&A	0,010592	0,049695	1,284	0,1018
H6	PE	0,012042	-4.93857E-07	- 0,608	0,2728

Tabel 5

Perbandingan Hipotesis dengan Hasil Empiris

Multivariate Regression

$$CAR_{i,t} = a + b_1 PERSD_{i,t} + b_2 PD_{i,t} + b_3 PM_{i,t} + b_4 MK_{i,t} + b_5 P\&A_{i,t} + b_6 PE_{i,t} + e_{i,t}$$

Hip.	Sinyal	Hipotesis	Hasil Empiris	Sig t
Panel A (Mean-adjusted Model)				
H1	PERSD	negatif	positif	0,4933
H2	PD	negatif	negatif	0,2171
H3	PM	negatif	positif	0,2683
H4	MK	positif	positif	0,0726
H5	P&A	negatif	negatif	0,1758
H6	PE	negatif	negatif	0,2208
Panel B (Market-adjusted Model)				
H1	PERSD	negatif	positif	0,2938
H2	PD	negatif	negatif	0,3119
H3	PM	negatif	positif	0,3076
H4	MK	positif	positif	0,0165
H5	P&A	negatif	negatif	0,2691
H6	PE	negatif	negatif	0,2333

Tabel 6

Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Sig t	R2	Adjusted R2	Hasil
Panel A (Mean-adjusted Model)				
H1	0,4933	0,00128	- 0,01386	H0 berhasil ditolak
H2	0,2171	0,00665	- 0,00840	H0 tidak berhasil ditolak
H3	0,2683	0,07345	0,05941	H0 berhasil ditolak
H4	0,0726	0,01549	0,00058	H0 tidak berhasil ditolak
H5	0,1758	0,00004	- 0,01511	H0 tidak berhasil ditolak
H6	0,2208	0,00683	- 0,00821	H0 tidak berhasil ditolak
Panel B (Market-adjusted Model)				
H1	0,2938	0,00800	- 0,00703	H0 berhasil ditolak
H2	0,3119	0,00080	- 0,01434	H0 tidak berhasil ditolak
H3	0,3076	0,05073	0,03634	H0 berhasil ditolak
H4	0,0165	0,08447	0,07060	H0 tidak berhasil ditolak
H5	0,2691	0,02437	0,00959	H0 tidak berhasil ditolak
H6	0,2333	0,00556	- 0,00950	H0 tidak berhasil ditolak

6. Kesimpulan

Berdasarkan pada hasil analisis terhadap hipotesis yang diajukan, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

Sinyal persediaan (PERSD) berhubungan secara positif dengan abnormal return. Hal ini mengandung pengertian bahwa jika sinyal persediaan yang diukur dengan selisih antara prosentase perubahan persediaan dengan prosentase perubahan penjualan h menunjukkan nilai positif, maka akan ditafsirkan sebagai berita baik (*good news*). Hasil pengujian yang berbeda dengan yang dihipotesiskan ini kemungkinan disebabkan karena persediaan yang banyak mengindikasikan adanya perkembangan usaha yang selanjutnya akan meningkatkan return.

Sinyal piutang dagang (PD) berhubungan secara negatif dengan abnormal return. Jika sinyal PD yang diukur dengan selisih prosentase perubahan piutang dagang dengan prosentase perubahan penjualan menunjukkan nilai positif, maka akan ditafsirkan adanya kesulitan perusahaan dalam melakukan penjualan produk yang biasanya ditunjukkan dengan besarnya saldo kredit kepada debitur dan selanjutnya akan mengindikasikan terdapatnya kesulitan pengumpulan kas, yang berarti akan menimbulkan biaya kerugian piutang yang lebih besar di masa yang akan datang. Keadaan ini akan mengindikasikan rendahnya earnings pada saat ini dan selanjutnya akan menurunkan return saham.

Sinyal pengeluaran modal (PM) berhubungan secara positif dengan abnormal return. Hasil ini bertentangan dengan hipotesis yang diajukan. Secara teoritis, nilai positif sinyal pengeluaran modal yang diukur dengan selisih prosentase perubahan pengeluaran modal industri dengan prosentase perubahan pengeluaran modal perusahaan menunjukkan berita buruk (*bad news*) karena berarti bahwa pertumbuhan industri lebih besar daripada pertumbuhan perusahaan dan selanjutnya akan berhubungan secara negatif, dengan return saham. Perbedaan hasil analisis dengan keadaan teoritis dan hipotesisnya kemungkinan disebabkan adanya anggapan bahwa dalam perusahaan dilakukan pengeluaran modal secara besar-besaran yang mengindikasikan terdapatnya peningkatan usaha. Keadaan ini selanjutnya akan meningkatkan earnings dan berarti return saham juga akan meningkat.

Sinyal margin kotor (MK) berhubungan secara positif dengan abnormal return. Keadaan ini mengandung pengertian bahwa sinyal margin kotor yang positif diukur dengan selisih prosentase perubahan penjualan dikurangi dengan prosentase perubahan margin kotor (penjualan h harga pokok penjualan) merupakan berita baik (*good news*) karena akan meningkatkan earnings yang selanjutnya juga akan meningkatkan return saham.

Sinyal biaya penjualan dan administrasi (P&A) berhubungan secara negatif dengan *abnormal return*. Nilai positif sinyal biaya penjualan dan administrasi yang diukur dengan selisih prosentase perubahan biaya penjualan dan administrasi dengan prosentase perubahan penjualan dianggap sebagai sinyal yang negatif yang ditafsirkan sebagai kegagalan manajerial di dalam melakukan pengawasan terhadap biaya yang selanjutnya akan menurunkan *earnings* di masa yang akan datang. Akibat selanjutnya adalah bahwa return juga akan mengalami penurunan.

Sinyal pajak efektif (PE) berhubungan secara negatif dengan abnormal return. Sinyal pajak efektif yang positif menunjukkan bahwa tarif pajak efektif pada waktu $t-1$ lebih besar

daripada tarif pajak efektif pada waktu t. Keadaan ini ditafsirkan sebagai berita buruk (*bad news*) karena berarti earnings pada waktu t-1 lebih besar daripada earnings pada waktu t. Adanya penurunan earnings akan berakibat menurunkan return saham.

Karena sebagian besar sinyal fundamental (5 sinyal) menunjukkan hasil analisis statistik yang tidak signifikan, maka secara umum dapat diambil kesimpulan bahwa ternyata pasar modal Indonesia kurang bereaksi terhadap data fundamental.

Daftar Pustaka

- Abarbanell, J and Bushee. 2007. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research* 35 (Spring): 1 -24.
_____, and _____. 1998. *Abnormal return to a fundamental analysis strategy*. *The accounting Review* 73 (January): 19 -45.
- Bali, R, and P. Kothari. 2001. *Security return around earnings announcement*. *Accounting Review* 9 (1): 3 - 18.
- Baever, W. H. 1968. *The Information content of annual earnings announcements*. *Journal of Accounting Research* 6: 67 - 92.
- Beaver, W.H, and R.E. Dukes. 1972. *Interperiod tax allocation, earnings expectation, and the behavior of security prices*. *Accounting Review* 17 (2): 320 n 332.
- Bernard, V, and Thomas. 1989-. *Post-earnings announcement drift: Delayed price response or risk premium?* *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1 - 36.
_____, and _____. 2000. *Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current-earnings for future earnings*. *Journal of Accounting and Economics* 13 (December): 305 n 340.
- Fama,E., and J. Mackbeth. 1973. *Risk, return, and equilibrium: Empirical tests*. *Journal of Political Economy* 81 (May/June): 607 h 636.
- Brealy Richard. D, and Myers Stewart. C. 2001. *Principles of Corporate Finance*, 4th, New York, Mc. Graw-Hill Book Co.
- Brigham, Eugene F, and Louis C. Gapenski. 2003. *Intermediate Finance Management*, 3th, The Dryden Press, New York.
- Brown . P, and Warner. 1985. *Measuring security price performance*. *Journal of Financial Economics* (8): 250 n258.
- Fama, E.F. 1970. *Efficient Capital market: A review of theory and empirical work*. *Journal of Finance* (May 1970): 387 - 417.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*, Prencise Hall.
- Freeman, R.N. 1987. *The association between accounting earnings and security returns for large and small firm*. *Journal of Accounting and Economics* 9(2): 195 - 228.
- Husnan, Suad. 2004. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP, AMP, YKPN.
- Jones, P. 2000. *Investments Analysis and Management*. Fifth Edition, New York.
- Lev, B., and S. R. Thiagarajan. 2003. *Fundamental information analysis*. *Journal of Accounting Research* 31 (Autumn): 190 - 215. (Supplement): 111 n 152.
- Ou, J., and S. Penman. 1989a. *Financial statement analysis and the prediction of stock return*. *Journal of Accounting and Economics* 11 (November): 295 - 330.
_____, and _____. 1989b. *Accounting measurement, price earnings ratios, and the information content of security prices*. *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 111 h 152.
- Sloan, R. 2000. *Do stock prices fully impound information in accruals about future earnings?* *The Accounting Review* 71 (Juwy): 289 - 315.