

REAKSI PASAR DAN EFEK INTRA INDUSTRI PENGUMUMAN *FINANCIAL DISTRESS*

Oleh:

Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si.
Jurusan Akuntansi - STIE Perbanas Surabaya

Ikhtisar - Penelitian ini bertujuan untuk: menguji reaksi pasar dan efek intra industri perusahaan terhadap pengumuman *financial distress* suatu perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini juga menguji apakah dengan semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan *non reporter* maka semakin rendah *abnormal return* (semakin besar efek *contagion*) dan apakah semakin tingginya derajat konsentrasi perusahaan *non reporter* maka semakin tinggi *abnormal return* (semakin besar efek *competitive*).

Perusahaan yang dijadikan sample adalah perusahaan yang *delisted* dan *non delisted* periode 1994 – 2003. Perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah perusahaan yang mengalami *delisted* di bursa saham. Dengan menggunakan 32 perusahaan yang mengumumkan *financial distress*, penelitian ini memberikan bukti bahwa pengumuman *financial distress* direaksi oleh pasar. Penelitian ini juga menguji terhadap 98 perusahaan *non reporter* (terdiri dari 71 perusahaan kecil dan 28 perusahaan besar) untuk menguji efek intra industri perusahaan, hasil penelitian ini juga memberikan bukti adanya efek intra industri. Penelitian ini juga menguji efek intra industri perusahaan *non reporter size* besar dan kecil, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa terdapat efek intra industri perusahaan *non reporter* baik *size* besar maupun *size* kecil. Tetapi penelitian ini tidak dapat memberikan bukti bahwa *leverage* perusahaan dan indeks *heferindal* merupakan faktor yang mempengaruhi *abnormal return* perusahaan *non reporter* artinya bahwa *leverage* perusahaan *non reporter* tidak memperkuat efek *contagion* dan indeks *heferindal* tidak memperkuat efek *competitive* perusahaan *non reporter*.

Kata Kunci – *financial distress*, efek intra industri, efek kontagion, efek kompetitif

Abstract:

The objective of this research is to empirically examine about the market reaction, intra industry effect of stock split announcement, and to examine effect of leverage non reporter firms and herfindhal index to abnormal return. The sample of this research is 32 reporter firm and 98 non reporter firms (consist of 71 small firms and 28 large firms) during the period of 1994 – 2003. The result of this research show that financial distress has information content which is negatively responded and statistically significant responded by the market around the date of financial distress announcement. The intra industry effect of financial distress firms announcement by large size firms and small size firms is contagion effect. But this research can not prove that leverage and herfindhal index is variables that determine competitive and contagion effect.

Keywords: financial distress, intra industry effect, contagion effect, competitive effect

1. PENDAHULUAN

Kondisi *financial distress* perusahaan pada umumnya direaksi oleh pihak-pihak eksternal perusahaan seperti investor, kreditor, auditor, pemerintah dan pemilik perusahaan. Pihak-pihak eksternal perusahaan akan bereaksi terhadap sinyal-sinyal *distress* seperti: penundaan pengiriman, masalah kualitas produk, tagihan dari bank dan lain sebagainya untuk mengindikasikan adanya *financial distress* yang dialami oleh perusahaan. *Financial*

Distress terjadi sebelum kebangkrutan. Luciana (2003) meneliti model prediksi *financial distress*, kondisi *financial distress* disini diwakili oleh perusahaan-perusahaan yang *delisted* akibat laba operasi negatif, nilai buku ekuitas negatif dan perusahaan-perusahaan yang mengalami proses merger. Kondisi *financial distress* perusahaan yang diwakili oleh perusahaan *delisted* adalah dengan dasar, kondisi *financial distress* dapat diperbaiki jika manajemen melakukan restrukturisasi terhadap manajemen perusahaan. Jadi kondisi *financial distress* berbeda dengan kondisi kebangkrutan.

Pada pasar yang efisien, informasi yang masuk ke pasar akan direaksi oleh para investornya. Reaksi ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* pada saham perusahaan, yaitu adanya perbedaan antara nilai *return* ekspektasi terhadap nilai *return* saham yang sesungguhnya. Beberapa informasi atau fakta material yang terdapat di pasar modal misalnya: pengumuman laba, pembagian dividen, merger, akuisisi, right issue, IPO, dan delisting. Masing-masing pengumuman dapat direaksi berbeda oleh investor, tergantung apakah informasi atau pengumuman tersebut merupakan berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*) bagi investor.

Perusahaan dalam satu industri cenderung memperoleh efek dari suatu pengumuman yang terjadi pada perusahaan lain dalam industri tersebut. Efek ini dinamakan efek intra industri, yaitu adanya transfer informasi dari perusahaan yang mengumumkan suatu peristiwa (*reporter*) kepada pihak lain yang tidak mengumumkan suatu peristiwa (*non reporter*) yang berada dalam industri yang sama. Adanya transfer informasi ini ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada saham perusahaan lain yang berada dalam industri yang sama.

Pengumuman yang dilakukan oleh suatu perusahaan dapat direaksi positif ataupun negatif oleh perusahaan *non reporter* dalam industri yang sama. Reaksi positif ditunjukkan adanya *abnormal return* positif, artinya kenaikan harga saham pada perusahaan *non reporter* disebabkan adanya distribusi kemakmuran atau efek kompetitif dalam industri yang sama. Reaksi negatif ditunjukkan oleh adanya *abnormal return* negatif pada perusahaan *non reporter* dalam industri yang sama, artinya terjadi penurunan harga saham perusahaan *non reporter*. Dalam hal ini, terjadi efek *contagion* pada perusahaan *non reporter* akibat pengumuman yang dilakukan perusahaan *reporter*.

Penelitian ini berusaha mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Rindu Rika (2001) dengan beberapa modifikasi yaitu:

1. Memperpanjang periode observasi, jika penelitian sebelumnya periode observasinya adalah mulai tahun 1993 -2000, maka penelitian ini periode observasinya adalah mulai tahun 1993 – 2003.
2. Penelitian sebelumnya menguji efek intra industri perusahaan tanpa pengelompokkan pada perusahaan *non reporter*. Maka pada penelitian ini perusahaan *non reporter* akan dibagi menjadi dua kelompok berdasarkan *size* perusahaan untuk mengetahui apakah terjadi perbedaan reaksi antar perusahaan *non reporter* yang berbeda *size*.

2. PERUMUSAN MASALAH

Permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat *abnormal return* negatif disekitar tanggal pengumuman *financial distress* atau *delisted*?
2. Apakah pengumuman *financial distress* mengakibatkan *abnormal return* pada perusahaan *non reporter* dalam subsektor industri yang sama atau apakah terdapat efek intra industri?
3. Apakah dengan semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan *non reporter* maka semakin rendah *abnormal return* (semakin besar efek *contagion*)?
4. Apakah dengan semakin tingginya derajat konsentrasi perusahaan *non reporter* maka semakin tinggi *abnormal return* (semakin besar efek *competitive*)?

3. KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

3.1 Kondisi *Financial Distress*

Financial Distress terjadi sebelum kebangkrutan. Kondisi *financial distress* perusahaan menjadi perhatian dari banyak pihak seperti: pemberi pinjaman yaitu sebagai bahan pertimbangan bagi pihak pemberi pinjaman apakah akan memberikan suatu pinjaman dan menentukan kebijakan untuk mengawasi pinjaman yang telah diberikan. Pihak lain yang sangat membutuhkan apakah perusahaan mengalami kondisi *financial distress* atau tidak adalah investor, untuk menilai kelangsungan usaha yang dilakukan perusahaan (Foster, 1986).

Untuk mengetahui beberapa indikator atau sumber informasi mengenai kemungkinan *financial distress*, dapat dilihat pada: arus kas untuk periode sekarang dan yang akan datang, analisis strategi perusahaan, analisis laporan keuangan dan variable eksternal perusahaan seperti return sekuritas dan penilaian obligasi (Foster 1986). Kondisi *financial distress* dapat ditentukan dari berbagai faktor yaitu:

1. Lau (1987) dalam Luciana Spica (2003) dan Hill et al. (1996) mendefinisikan *financial distress* terjadi dalam suatu perusahaan jika terdapat pemberhentian tenaga kerja atau menghilangkan pembayaran dividen.
2. Asquith, Gertner dan Scharfstein (1994) menggunakan *interest coverage ratio* untuk mendefinisikan *financial distress*.
3. Whitaker (1999) mengukur *financial distress* dengan cara adanya arus kas yang lebih kecil dari utang jangka panjang saat ini.
4. Hofer (1980) dalam Luciana Spica (2003) dan Whitaker (1999) mendefinisikan *financial*

- distress* jika beberapa tahun mengalami laba bersih operasi (*net operating income*) negatif.
5. John, Lang dan Netter (1992) dalam Luciana Spica (2003) mendefinisikan *financial distress* sebagai perubahan harga ekuitas.
 6. Tirapat dan Nittayagasetwat (1999) menyatakan bahwa perusahaan dikatakan mengalami *financial distress* jika perusahaan tersebut dihentikan operasinya atas wewenang pemerintah dan perusahaan tersebut dipersyaratkan melakukan perencanaan restrukturisasi.
 7. Wilkins (1997) menyatakan bahwa perusahaan dikatakan mengalami *financial distress* jika perusahaan tersebut mengalami pelanggaran teknis dalam hutang dan diprediksikan perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan pada periode yang akan datang.

3.2 Kandungan Informasi Pengumuman *Financial Distress*

Pada umumnya perusahaan yang *delisted* adalah perusahaan yang memiliki kinerja yang buruk, misalnya perusahaan telah mengalami kerugian dalam beberapa tahun terakhir, tidak membagi deviden, tidak melakukan transaksi perdagangan dalam beberapa bulan terakhir, atau tidak memenuhi persyaratan yang ditentukan BEJ. Sebelum perusahaan diputuskan *delisted* atau dihapuskan keanggotaannya dari BEJ, perusahaan tersebut diberi peringatan terlebih dahulu dan mendapat pemberitahuan bahwa perusahaan sedang dalam pertimbangan untuk *delisted*, dengan demikian perusahaan berhak mengadakan *hearing* untuk memberikan argumentasinya. Setelah melewati proses tersebut, BEJ membuat keputusan apakah akan tetap mempertahankan saham tersebut, melakukan suspensi (memberhentikan perdagangan sementara), atau menghapus saham dari BEJ. Apabila BEJ memutuskan untuk menghapuskan saham tersebut dari BEJ, maka BEJ akan membuat pengumuman *delisting* di BEJ.

Pengumuman kebangkrutan pada umumnya mengakibatkan efek negative yang kuat terhadap harga saham perusahaan yang mengalami kebangkrutan. Harga saham akan akan jatuh disebabkan pengumuman kebangkrutan memnerikan informasi mengenai nilai aktiva perusahaan yang sebenarnya dan hak *shareholders* atas aktiva perusahaan (Lang dan Stulz, 1992). Dawkins dan Green (1998) menemukan bahwa pengumuman kebangkrutan tidak direaksi oleh pasar, jika sebelumnya telah terdapat informasi tentang kemungkinan kebangkrutan di surat kabar. Hal ini menunjukan jika investor telah mengetahui kemungkinan kebangkrutan sebelum pengumuman kebangkrutan maka investor tidak akan bereaksi atas

pengumuman tersebut. Lang dan Stulz (1992) menemukan bukti bahwa pengumuman kebangkrutan direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* negatif dan signifikan pada empat hari sebelum pengumuman kebangkrutan

Berbeda dengan hasil penelitian Rindu Rika (2001) yang melakukan penelitian terhadap 27 perusahaan *delisting* mulai tahun 1994 – 2000. Hasil penelitian Rindu Rika (1999) menunjukkan bahwa pengumuman *delisted* tidak direaksi oleh perusahaan yang mengumumkan *delisted* itu sendiri. Pada periode jendela atau periode amatan yaitu 5 hari sebelum pengumuman dan pada saat hari pengumuman *delisted*, tidak terjadi *abnormal return* negatif yang signifikan. Pengumuman *delisted* tidak memiliki kandungan informasi dan investor tidak memanfaatkan informasi pengumuman *delisted*. Hal ini disebabkan perusahaan sudah mendapatkan informasi kemungkinan *delisted* sebelum pengumuman *delisted* yang dilakukan oleh BEJ atau sebelum periode amatan penelitian.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Terdapat abnormal return negative disekitar tanggal pengumuman financial distress atau delisted.

3.3. Transfer Informasi Intra Industri

Transfer informasi intra industri muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan lain dalam sektor industri yang sama (Foster, 1986). Berbagai studi tentang transfer informasi membuktikan bahwa pengumuman suatu *event* oleh perusahaan *reporter* akan mengakibatkan perubahan harga sekuritas perusahaan lainnya (*nonreporter*) dalam industri yang sama. Foster (1981) dalam Christina Tri Setyorini (2001) menggunakan laba interim dan laba tahunan dari 75 perusahaan pada periode 1963-1978. Hasil penelitiannya menunjukkan terdapat peningkatan dalam variabilitas return sekuritas pada perusahaan yang mengumumkan laba dan juga perusahaan yang tidak mengumumkan laba pada sektor industri yang sama. Hasil penelitian Foster juga konsisten dengan pandangan bahwa pasar modal memandang pengumuman laba mempunyai kandungan informasi tidak hanya bagi perusahaan yang mengumumkan laba saja melainkan juga pada perusahaan lain pada sektor industri yang sama.

Penelitian lain berkaitan dengan efek intra industri berkaitan dengan pengumuman *stock repurchase* yang dilakukan oleh Hertzal (1991). Dengan menggunakan 134 pengumuman *stock repurchase*, Hertzal tidak menemukan bukti adanya

hubungan antara peningkatan harga saham perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dengan perusahaan pesaingnya dalam industri yang sama.

Lang dan Stulz (1992) memberikan bukti bahwa pengumuman yang sama dapat menimbulkan efek yang berbeda diantara perusahaan *nonreporter*. Berbagai penelitian sebelumnya memperlakukan apakah reaksi harga saham yang timbul atas transfer informasi intra industri ini merupakan efek *contagion* atau efek *competitive* antar perusahaan. Apabila reaksi harga saham perusahaan *nonreporter* searah dengan reaksi perusahaan *reporter* artinya terjadi efek *contagion*, namun apabila reaksi tidak searah maka yang terjadi adalah efek *competitive*.

Laux et al. (1998) menyatakan efek *contagion* terjadi jika reaksi yang timbul pada perusahaan lain (*nonreporter*) sama dengan reaksi perusahaan *reporter*. Misalnya pada penelitian Lang dan Stulz (1992) menemukan bahwa harga saham perusahaan umumnya bereaksi negatif terhadap pengumuman kebangkrutan perusahaan lain, hal ini merupakan efek *contagion*. Sebagian besar studi menemukan bahwa efek *contagion* lebih dominan dibandingkan efek *competitive*.

Sedangkan efek *competitive* adalah efek persaingan antara perusahaan *nonreporter* dalam industri yang sama dengan perusahaan *reporter*, hal ini disebabkan karena adanya distribusi kemakmuran dari perusahaan *reporter*. Jika pengumuman tersebut memberikan informasi mengenai adanya perubahan permintaan, maka informasi ini bernilai positif bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Perusahaan *nonreporter* mendapatkan distribusi kemakmuran dari perusahaan *reporter* melalui peningkatan pangsa pasarnya atau sebaliknya (Lang dan Stulz, 1992).

Karakteristik perusahaan yaitu perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh yang diukur dengan *market to book value equity* juga memengaruhi efek intra industri yang ditunjukkan dalam penelitian Luciana Spica dan E. Kristijadi (2005). Hasil penelitian Luciana Spica dan E. Kristijadi (2005) juga memberikan bukti bahwa pengumuman *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh saja memberikan efek intra industri yang ditunjukkan adanya *abnormal return* yang positif dan signifikan pada t-1. Pengumuman *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan tidak bertumbuh, tidak memberikan efek intra industri yang ditunjukkan dengan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari disekitar pengumuman *stock split*.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian diatas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H2: Pengumuman *financial distress* atau *delisted* mengakibatkan *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan *nonreporter* dalam sub sektor industri yang sama.

H3: Pengumuman *financial distress* atau *delisted* mengakibatkan *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki *size* besar dalam sub sektor industri yang sama.

H4: Pengumuman *financial distress* atau *delisted* mengakibatkan *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan *nonreporter* yang memiliki *size* kecil dalam sub sektor industri yang sama.

3.4. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Reporter terhadap Abnormal Return Perusahaan Nonreporter

Hasil penelitian terdahulu menemukan bahwa karakteristik perusahaan *reporter* dapat mempengaruhi *abnormal return* pada perusahaan lain dalam industri sejenis yang tidak mengumumkan suatu peristiwa kebangkrutan. Lang dan Stulz (1992) menggunakan rasio *leverage* dan derajat konsentrasi perusahaan *nonreporter*, serta kesamaan pola arus kas antara perusahaan *reporter* dan *nonreporter* sebagai karakteristik perusahaan yang akan mempengaruhi kekuatan efek intra industri (*contagion* dan *competitive*) bagi perusahaan lain dalam industri yang sama. Hasilnya menunjukkan bahwa derajat konsentrasi perusahaan *nonreporter* yang diprosikan dengan indeks Herfindhal (kuadrat dari proporsi penjualan) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *nonreporter*, sedangkan rasio *leverage* perusahaan *reporter* mempunyai hubungan yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan *nonreporter*.

Karakteristik perusahaan juga merupakan salah satu faktor khusus yang dapat mengindikasikan tingkat pengaruh dan kekuatan suatu perusahaan *reporter* dalam suatu industri (Kohers, 1999). Penelitian yang dilakukan oleh Haw dan Kim (1991) dalam Mitra dan Owers (1995) yang berkaitan dengan pengumuman dividen reguler menunjukkan bahwa ada hubungan antara karakteristik perusahaan dengan *abnormal return*. Dalam hubungannya dengan transfer informasi pengumuman inisiasi dividen, Kohers (1999) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa karakteristik perusahaan *reporter* secara signifikan berpengaruh terhadap besarnya respon industri.

Hasil penelitian Rindu Rika (2001) menemukan bukti bahwa rasio *Leverage* mempengaruhi besarnya *abnormal return*. Rasio *leverage* yang digunakan

dalam penelitian ini adalah total hutang terhadap total aktiva. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan *non delisting* maka semakin rendah *abnormal return* perusahaan *non delisting* (artinya semakin besar efek *contagion*). Temuan lain penelitian Rindu Rika (2001) adalah derajat konsentrasi perusahaan yang diprosikan dengan indeks *herfindahl* (kuadrat proporsi penjualan dalam industrinya) tidak mempengaruhi *abnormal return*, artinya derajat konsentrasi perusahaan tidak mendukung efek *competitive* dari pengumuman *delisting*.

Penelitian yang dilakukan oleh Luciana Spica dan E. Kristijadi (2005) menunjukkan bahwa semakin rendah CAR perusahaan reporter (bertumbuh) yang mengumumkan *stock split*, akan mengakibatkan semakin tinggi CAR perusahaan *non reporter*, atau dapat disimpulkan bahwa efek intra industri dari pengumuman *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh adalah *competitive effect*.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian diatas maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H5: *Semakin tinggi tingkat leverage perusahaan non reporter, maka semakin rendah abnormal return perusahaan non reporter (artinya semakin besar efek contagion).*

H6: *Semakin tinggi derajat konsentrasi perusahaan non reporter, maka semakin tinggi abnormal return perusahaan non reporter (artinya semakin besar efek competitive).*

4. METODA PENELITIAN

4.1. Pemilihan Sampel Penelitian

Pemilihan sampel penelitian dilakukan secara *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang dapat mewakili kriteria yang ditentukan. Kriteria sampel penelitian dikelompokkan menjadi 2, yaitu:

1. Perusahaan *reporter* yaitu perusahaan yang mengumumkan *financial distress* yaitu perusahaan-perusahaan yang telah *delisted* mulai periode 1994 - 2003.
2. Perusahaan *nonreporter* yaitu perusahaan yang tidak mengumumkan *financial distress* atau perusahaan yang tidak *delisted* dan berada dalam sub sektor industri yang sama dengan perusahaan *reporter*.

Sedangkan untuk perusahaan *nonreporter*, diambil berdasarkan kriteria tertentu, yaitu:

1. Sampel diambil dari perusahaan yang terdapat pada kelompok industri yang sama dengan perusahaan *reporter* dengan jumlah minimal 2 perusahaan.

2. Perusahaan yang dijadikan sampel tidak mengumumkan *financial distress* atau *delisted* pada periode jendela yang diamati.
3. Perusahaan sampel tidak mempunyai pengumuman spesifik perusahaan seperti *stock split*, *stock dividend* (dividen saham), *right issue*, *bonus shares* (saham bonus) atau pengumuman perusahaan lain.

Berdasarkan Kriteria diatas maka sample penelitian ini terdiri dari:

1. Perusahaan yang mengumumkan *financial distress* mulai periode 1994 – 2003 terdiri dari 32 perusahaan.
2. Sedangkan perusahaan *non reporter* terdiri dari 98 perusahaan meliputi 71 perusahaan dengan *size* kecil dan 28 perusahaan *non reporter size* besar.

4.2 Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan periode pengamatan mulai 1 Januari 1994 sampai dengan 31 Desember 2003. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. Data tanggal pengumuman *financial distress* atau *delisted* yang diperoleh dari *Indonesia Security Market Directory* (ISMD).
2. Data *abnormal return* saham harian yang diperoleh dari *Indonesia Security Market Directory* (ISMD).
3. Data tentang pengumuman spesifik perusahaan yang dikeluarkan oleh perusahaan.
4. Data laporan keuangan perusahaan *reporter* dan *nonreporter* tahun 1994 sampai dengan tahun 2003.

4.3. Penentuan Periode Kejadian

Tanggal yang dianggap sebagai *event* pengumuman *financial distress* adalah tanggal saat perusahaan *delisted*. Tanggal ini selanjutnya dianggap sebagai t_0 . Berdasarkan tanggal pengumuman tersebut kemudian ditentukan periode jendela, yaitu 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah *event* pengumuman *delisted*. Penentuan *event period* yang lebih lebar dikhawatirkan akan menimbulkan reaksi yang dipengaruhi oleh pengumuman lain yang mungkin dilakukan oleh perusahaan selama *event period* tersebut.

4.4 Metoda Analisis Data

1. Menghitung *average abnormal return* (AAR).

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

AAR_t = *Average abnormal return* pada hari ke-t
 AR_{it} = *Abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

k = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

2. Menghitung signifikansi *abnormal return*. Untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada pada periode peristiwa diuji dengan t statistik yang dilakukan dengan menstandarisasi nilai *abnormal return* yang dilakukan dengan cara membagi nilai *abnormal return* dengan kesalahan estimasinya (KSE) dengan rumus sebagai berikut:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE}$$

KSE

$SAR_{i,t}$ = Standardized abnormal return ke-i pada hari ke-t

$AR_{i,t}$ = Average abnormal return untuk k- sekuritas untuk hari ke-t di periode peristiwa

KSE = Kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i.

Kesalahan standar estimasi ditentukan berdasarkan deviasi standar return selama periode estimasi dengan nilai standar yang digunakan adalah nilai *return* rata-rata, dan dihitung dengan cara:

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^k (RTN_{it} - \overline{RTN}_i)^2 \times 1/(\sqrt{k})}{k - 1}}$$

KSE_i = Kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i.

RTN_{it} = Abnormal return sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa.

RTN_i = Average Abnormal return k- sekuritas untuk hari ke-t.

k = Jumlah sekuritas.

3. Menghitung CAR (Cumulative Abnormal Return) secara harian untuk tiap-tiap sekuritas selama periode peristiwa dengan cara sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

CAR_{it} = Cumulative abnormal return sekuritas ke-i pada hari ke-t.

AR_{it} = Abnormal return sekuritas ke-i untuk pada hari ke-t.

Jika hasil hipotesis kedua, ketiga dan keempat ternyata signifikan berarti investor memberikan respon terhadap pengumuman stock split, maka perlu dianalisis lebih lanjut faktor-faktor yang mungkin mempengaruhi respon investor ini. Namun jika hasil dari hipotesis kedua, ketiga dan keempat tidak signifikan, maka pengujian selanjutnya tidak

perlu dilakukan lagi. Pengujian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menghitung CAR perusahaan *nonreporter* (dilambangkan dengan CARNR) yang signifikan untuk hari-hari disekitar pengumuman *stock split* pada periode jendela.
2. Menentukan karakteristik perusahaan yaitu tingkat *leverage* (rasio nilai buku total hutang terhadap nilai buku total aktiva) dan indeks *herfindhal* (kuadrat dari proporsi penjualan perusahaan dalam industrinya). Sebagai variable kontrol dimasukkan logaritma natural dari total aktiva.
3. Melakukan analisis regresi antara variabel dependen dan semua variabel independen. Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$CARNR = \alpha_0 + \beta_1 LEV + \beta_2 HFR + \beta_3 LNAKT$$

5. Pengujian Hipotesis

5.1. Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis pertama diuji dengan menggunakan t-test, dan pengujian ini menggunakan teknik *crude dependence adjustment* dari Brown dan Warner (1985). Metoda ini dilandasi oleh asumsi *cross-sectional dependence* untuk *return* tidak normal. Asumsi tersebut menyatakan bahwa jika terdapat suatu peristiwa ekonomi maka efeknya akan berpengaruh pada seluruh saham yang diperjualbelikan di bursa. Jika *abnormal return* yang dihasilkan di sekitar hari pengumuman lebih besar dari nol ($AR > 0$) maka pengumuman *financial distress* mempunyai kandungan informasi. Sedangkan bila *abnormal return* yang dihasilkan sama dengan nol ($AR = 0$) maka pengumuman *financial distress* tidak mempunyai kandungan informasi.

5.2. Pengujian Hipotesis 2, 3 dan 4

Hipotesis kedua, ketiga dan keempat diuji dengan metode yang digunakan pada hipotesis pertama, yaitu dengan mengamati *abnormal return* yang diperoleh perusahaan yang tidak mengalami *financial distress (nonreporter)* di sekitar hari pengumuman. Jika *abnormal return* yang diperoleh perusahaan *nonreporter* disekitar hari pengumuman lebih besar dari nol ($AR > 0$) maka pengumuman *financial distress* berhubungan dengan *abnormal return* perusahaan *nonreporter*. Sedangkan bila *abnormal return* yang dihasilkan sama dengan nol ($AR = 0$) maka pengumuman *financial distress* tidak berhubungan dengan *abnormal return* yang dihasilkan oleh perusahaan *nonreporter*.

5.3. Pengujian Hipotesis 5 dan 6

Hipotesis kelima dan keenam diuji menggunakan regresi berganda, seperti yang dilakukan oleh Kohers (1999), dan dilakukan dengan meregresi respon perusahaan *nonreporter* yang diproksi oleh CARNR dengan rasio *leverage* dan indeks *herfindahl*. Kemudian koefisien yang dihasilkan dari regresi tersebut dilihat arahnya dan signifikansinya. Untuk masing-masing variabel independen akan diputuskan apakah akan menolak atau tidak menolak masing-masing hipotesis dengan kriteria:

Jika $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ maka H_0 ditolak.

Jika $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ maka H_0 tidak ditolak.

6. PENGUJIAN EMPIRIS DAN HASIL

Analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi: pertama, melakukan analisis terhadap *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman *financial distress* atau *delisted* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Kedua, melakukan analisis *abnormal return* perusahaan *nonreporter* size besar dan kecil pada industri yang sama, untuk mengetahui efek intra industri pengumuman *financial distress*.

6.1. Hasil Pengujian Hipotesis 1

Pengujian statistik terhadap *abnormal return* bertujuan untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* yang ada diperiode peristiwa. Signifikansi ini adalah ditunjukkan secara statistik *abnormal return* tersebut tidak sama dengan nol yaitu positif untuk *good news* dan negatif untuk *bad news*. Dalam penelitian ini, uji statistik *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan uji t. Hasil pengujian signifikansi terhadap *abnormal return* untuk perusahaan yang mengalami *financial distress* terdapat pada tabel 1.

Dari tabel 1 terlihat bahwa dalam 11 hari periode jendela ada 7 hari yang rata-rata *abnormal return* negatif, dan 4 hari yang rata-rata *abnormal return* positif. Hasil pengujian pengumuman *financial distress* atau *delisted* menunjukkan bahwa pada hari t-10, t-9, t-8, t-6, dan t0 menunjukkan nilai *mean abnormal return* negatif dan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa investor memperoleh *return* saham yang lebih rendah dari *return* yang diharapkan. Signifikansi *abnormal return* tersebut menunjukkan bahwa pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi dan investor memanfaatkan informasi pengumuman *delisted*. Sedangkan rata-rata *abnormal return* positif dan signifikan terjadi pada hari t-7 dan t-2, hal ini menunjukkan bahwa pada saat menjelang pengumuman *delisted* investor masih memperoleh *return* saham yang lebih tinggi dari *return* yang diharapkan.

Respon pasar yang negatif pada saat pengumuman *delisted* disebabkan karena investor sudah mengetahui terlebih dahulu berita mengenai pengumuman *delisted* atau hal ini dapat juga disebabkan adanya asimetri informasi, dimana sebagian calon investor sudah mengetahui terlebih dahulu informasi yang ada diperusahaan. Reaksi negatif juga disebabkan karena pada umumnya perusahaan yang *delisted* adalah perusahaan yang memiliki kinerja yang buruk, misalnya perusahaan telah mengalami kerugian dalam beberapa tahun terakhir, tidak membagi deviden, tidak melakukan transaksi perdagangan dalam beberapa bulan terakhir, atau tidak memenuhi persyaratan yang ditentukan BEJ sehingga pasar bereaksi negatif atas pengumuman *delisted*.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lang dan Stulz (1992) yang menemukan adanya reaksi pasar atas pengumuman kebangkrutan dan penelitian Akhigbe dan Madura (1996) yang menemukan adanya reaksi pasar atas pengumuman likuidasi. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Dawkins dan Green (1998) yang menemukan bahwa harga saham akan kurang bereaksi terhadap pengumuman kebangkrutan jika sebelumnya terdapat informasi tentang kemungkinan kebangkrutan di *Wall Street Journal*. Penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Rindu Rika (2001) yang menemukan pengumuman *delisted* tidak direaksi oleh perusahaan yang mengumumkan *delisted* itu sendiri. Pada periode jendela atau periode amatan yaitu 5 hari sebelum pengumuman dan pada saat hari pengumuman *delisted*, tidak terjadi *abnormal return* negatif yang signifikan. Pengumuman *delisted* tidak memiliki kandungan informasi dan investor tidak memanfaatkan informasi pengumuman *delisted*. Hal ini disebabkan perusahaan sudah mendapatkan informasi kemungkinan *delisted* sebelum pengumuman *delisted* yang dilakukan oleh BEJ atau sebelum periode amatan penelitian. Pergerakan AAR dan CAAR pada perusahaan *reporter* yang mengumumkan *financial distress* dapat dilihat pada Gambar 1.

6.2. Hasil Pengujian Hipotesis 2, 3 dan 4

Hipotesis kedua menguji reaksi harga saham perusahaan *non delisted* yang merupakan transfer informasi atas pengumuman *delisted* pada perusahaan lain yang berada dalam subsektor industri yang sama. Pengujian dilakukan terhadap 98 perusahaan *non delisted* yang berada dalam subsektor industri yang sama. Sedangkan hipotesis ketiga dan keempat melakukan pengujian terhadap dampak *size* perusahaan *non delisted* terhadap transfer informasi atas pengumuman *delisted*.

Dari tabel 2 terlihat bahwa dalam 21 hari periode jendela ada 15 hari yang rata-rata *abnormal return* negatif, dan 6 hari yang rata-rata *abnormal return* positif. Rata-rata *abnormal return* negatif dan signifikan pada hari t-9 sebesar -0.0168675510 (signifikan pada $\alpha = 5\%$), pada hari t-8 yaitu sebesar -0.0100588776 (signifikan pada $\alpha = 10\%$), pada hari t-4 yaitu sebesar -0.0098682653 (signifikan pada $\alpha = 10\%$) dan pada hari t+4 yaitu sebesar -0.0112869388 (signifikan pada $\alpha = 10\%$). Sedangkan rata-rata *abnormal return* positif dan signifikan pada hari t-5 yaitu sebesar 0.0090846939 (signifikan pada $\alpha = 5\%$).

Dengan demikian perusahaan *non delisted* yang berada dalam industri yang sama dengan perusahaan *delisted* ikut bereaksi atas pengumuman *delisted* yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *abnormal return* negatif dan positif serta signifikan disekitar pengumuman *delisted*. Hasil penelitian menemukan terjadinya transfer informasi intra-industri atas pengumuman *delisted*. Nilai rata-rata *abnormal return* yang signifikan dan negatif yang terjadi selama 3 hari menunjukkan bahwa perusahaan *non delisted* terkena efek *contagion* atau perubahan nilai yang merugikan dengan adanya pengumuman *delisted*. Penelitian ini juga menemukan adanya efek *competitive* tetapi hanya pada 1 hari saja yaitu pada t-5. Sehingga dapat disimpulkan efek yang terjadi atas pengumuman *delisted* adalah efek *contagion* dan *competitive*.

Efek *contagion* yang terjadi atas pengumuman *delisted* disebabkan perusahaan lain menerima sinyal kondisi ekonomi industri yang buruk yang akan berpengaruh negatif bagi perusahaannya. Bila *delisted* disebabkan kondisi ekonomi industri yang memburuk maka perusahaan *non delisted* menerima efek *contagion*, namun bila disebabkan ketidakefisienan perusahaan maka perusahaan *non delisted* akan menerima efek *competitive* (distribusi kemakmuran dari perusahaan *delisted* kepada perusahaan *non delisted* karena hilangnya pesaing).

Dalam penelitian ini mengindikasikan terjadinya efek *contagion* dan *competitive*, sehingga dapat disimpulkan bahwa *delisted* yang terjadi disebabkan oleh kondisi ekonomi industri yang memburuk dan juga ketidakefisienan perusahaan. Kondisi industri yang memburuk dapat disebabkan oleh penurunan permintaan dalam industri atau meningkatnya biaya dalam industri. Hasil penelitian ini sedikit berbeda dengan hasil penelitian Lang dan Stulz (1992) yang menemukan reaksi pasar negatif saja di sekitar tanggal pengumuman kebangkrutan pada perusahaan lain dalam industri yang sama. Penelitian ini juga sedikit berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Akhigbe dan Madura (1996) yang hanya menemukan efek *contagion* bagi perusahaan lain dalam industri yang sama jenisnya

atas pengumuman likuidasi. Penelitian ini juga berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Rindu Rika (2001) yang hanya menemukan efek *contagion* saja pada pengumuman *delisted*. Pergerakan AAR dan CAAR pada seluruh perusahaan *non reporter* dapat dilihat pada Gambar 2.

Dalam penelitian ini juga melakukan analisa terhadap dampak *size* perusahaan *non reporter* terhadap pengumuman *financial distress*. Analisa selanjutnya memisahkan antara perusahaan *non reporter size* besar dan kecil, untuk melihat efek intra industri yang terjadi pada pengumuman *financial distress*. Analisis pertama dilakukan pada perusahaan *non reporter size* kecil yang terdiri sebanyak 71 perusahaan.

Dari tabel 3 terlihat bahwa dalam 21 hari periode jendela ada 13 hari yang rata-rata *abnormal return* negatif, dan 8 hari yang rata-rata *abnormal return* positif. Rata-rata *abnormal return* negatif dan signifikan pada hari t-9 yaitu sebesar -0.0222866197 (signifikan pada $\alpha = 5\%$), dan pada hari t+3 yaitu sebesar -0.0091911268 (signifikan pada $\alpha = 10\%$). Sedangkan rata-rata *abnormal return* positif dan signifikan pada hari t-5 yaitu sebesar 0.0133249296 (signifikan pada $\alpha = 1\%$).

Dengan demikian perusahaan *non delisted size* kecil yang berada dalam industri yang sama dengan perusahaan *delisted* ikut bereaksi atas pengumuman *delisted* yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *abnormal return* negatif dan positif serta signifikan disekitar pengumuman *delisted*. Hasil penelitian menemukan terjadinya transfer informasi intra-industri atas pengumuman *delisted*. Nilai rata-rata *abnormal return* yang signifikan dan negatif yang terjadi selama 2 hari menunjukkan bahwa perusahaan *non delisted size* kecil terkena efek *contagion* atau perubahan nilai yang merugikan dengan adanya pengumuman *delisted*. Penelitian ini juga menemukan adanya efek *competitive* tetapi hanya pada 1 hari saja yaitu pada t-5. Sehingga dapat disimpulkan efek yang terjadi atas pengumuman *delisted* untuk perusahaan *non delisted size* kecil adalah efek *contagion* dan *competitive*.

Efek *contagion* yang terjadi atas pengumuman *delisted* disebabkan perusahaan lain menerima sinyal kondisi ekonomi industri yang buruk yang akan berpengaruh negatif bagi perusahaannya. Bila *delisted* disebabkan kondisi ekonomi industri yang memburuk maka perusahaan *non delisted* menerima efek *contagion*, namun bila disebabkan ketidakefisienan perusahaan maka perusahaan *non delisted* akan menerima efek *competitive* (distribusi kemakmuran dari perusahaan *delisted* kepada perusahaan *non delisted* karena hilangnya pesaing). Dalam penelitian ini mengindikasikan terjadinya efek *contagion* dan *competitive* pada perusahaan *non*

delisted size kecil, sehingga dapat disimpulkan bahwa *delisted* yang terjadi disebabkan oleh kondisi ekonomi industri yang memburuk dan juga ketidakefisienan perusahaan. Kondisi industri yang memburuk dapat disebabkan oleh penurunan permintaan dalam industri atau meningkatnya biaya dalam industri. Pergerakan AAR dan CAAR pada perusahaan *non reporter size* kecil dapat dilihat pada Gambar 3.

Analisis kedua dilakukan pada perusahaan *non reporter size* besar yang terdiri sebanyak 28 perusahaan. Dari tabel 4 terlihat bahwa dalam 21 hari periode jendela ada 14 hari yang rata-rata *abnormal return* negatif, dan 7 hari yang rata-rata *abnormal return* positif. Rata-rata *abnormal return* negatif dan signifikan pada hari t-4 yaitu sebesar -0.0151225926 (signifikan pada $\alpha = 5\%$), dan pada hari t+4 yaitu sebesar -0.0279355556 (signifikan pada $\alpha = 10\%$).

Dengan demikian perusahaan *non delisted size* besar yang berada dalam industri yang sama dengan perusahaan *delisted* ikut bereaksi atas pengumuman *delisted* yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *abnormal return* negatif dan signifikan disekitar pengumuman *delisted*. Hasil penelitian menemukan terjadinya transfer informasi intra-industri atas pengumuman *delisted*. Nilai rata-rata *abnormal return* yang signifikan dan negatif yang terjadi selama 2 hari menunjukkan bahwa perusahaan *non delisted size* besar terkena efek *contagion* atau perubahan nilai yang merugikan dengan adanya pengumuman *delisted*. Penelitian ini tidak menemukan adanya efek *competitive* pada perusahaan *non reporter size* besar.

Efek *contagion* yang terjadi atas pengumuman *delisted* disebabkan perusahaan lain menerima sinyal kondisi ekonomi industri yang buruk yang akan berpengaruh negatif bagi perusahaannya. Bila *delisted* disebabkan kondisi ekonomi industri yang memburuk maka perusahaan *non delisted* menerima efek *contagion*, namun bila disebabkan ketidakefisienan perusahaan maka perusahaan *non delisted* akan menerima efek *competitive* (distribusi kemakmuran dari perusahaan *delisted* kepada perusahaan *non delisted* karena hilangnya pesaing). Tidak ditemukannya efek *competitive* bagi perusahaan *non delisted* mengindikasikan bahwa *delisted* yang terjadi lebih disebabkan kondisi ekonomi industri yang buruk daripada disebabkan ketidakefisienan perusahaan. Kondisi industri yang memburuk dapat disebabkan oleh penurunan permintaan dalam industri atau meningkatnya biaya dalam industri. Pergerakan AAR dan CAAR pada perusahaan *non reporter size* besar dapat dilihat pada Gambar 4.

6.3. Hasil Pengujian Hipotesis 5 dan 6

Pengujian pengaruh karakteristik perusahaan (*leverage* dan derajat konsentrasi) terhadap CAR dilakukan dengan statistik regresi. Sebelum dilakukan regresi, model analisis yang digunakan dalam penelitian ini harus memenuhi asumsi klasik regresi yang meliputi normalitas, heteroskedastisitas, multikolineritas dan autokorelasi, agar menghasilkan model estimator yang efisien dan tidak bias

6.4. Pengujian Normalitas Data, Heteroskedastisitas, Multikolineritas dan Autokorelasi

Pengujian normalitas data dilakukan dengan pengujian secara statistik menggunakan *Kolmogorov-Smirnov*. Hasil penelitian ini menunjukkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* adalah 1.135 dan signifikansi 0.152 yang berarti data residual terdistribusi normal.

Pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji *Park* yaitu melakukan regresi terhadap variabel independen dengan nilai residual yang telah dikuadratkan dan dicari nilai logaritma natural. Berdasarkan uji *Park* tersebut ditemukan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat Heteroskedastisitas.

Pendeteksian adanya multikolineritas dalam penelitian ini dengan melihat *Tolerance Value* dan *Value Inflation Factor* (VIF). Apabila *Tolerance Value* < 0.01 atau $VIF > 10$ maka terjadi multikolineritas. Hasil pengujian multikolineritas menunjukkan bahwa tidak ada satu variabelpun yang *Tolerance Value* < 0.01 atau $VIF > 10$ sehingga dapat dikatakan bahwa didalam model tidak terjadi multikolineritas.

Pengujian Autokorelasi dengan menggunakan *Run Test*. *Run Test* digunakan untuk menguji apakah antar residual terdapat korelasi yang tinggi. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual acak atau random. Hasil *Run Test* menunjukkan nilai test adalah -0.00273 dengan probabilitas 0.015 signifikan pada 0.05 yang berarti residual tidak random atau terjadi autokorelasi antar nilai residual. Untuk memperbaiki model dilakukan transformasi dalam bentuk membagi model regresi dengan salah satu variabel independen yang digunakan dalam model ini. Dalam penelitian ini digunakan variabel *leverage* untuk membagi semua variabel yang ada dalam model regresi, kemudian melakukan pengujian *Run-Test* kembali. Hasil *Run-Test* setelah dilakukan transformasi data menunjukkan nilai test adalah -0.00332 dengan probabilitas 0.223 yang tidak signifikan pada 0.05 yang berarti residual random atau tidak terjadi autokorelasi.

6.5. Pengujian Regresi Berganda

Hasil regresi pada tabel 5 terlihat koefisien regresi untuk variabel *leverage* bernilai negatif sebesar -0.092 dan tidak signifikan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* perusahaan *non reporter* tidak memperkuat efek contagion. Dengan demikian hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis 5 bahwa semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan *non reporter*, maka semakin rendah *abnormal return* perusahaan *non reporter* (artinya semakin besar efek contagion). Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Lang dan Stulz (1992), Akhigbe dan Madura (1996) dan Rindu Rika (2001).

Sedangkan untuk koefisien regresi untuk variabel indeks *herfindhal* bernilai positif sebesar 0.000009382 tetapi tidak signifikan, artinya derajat konsentrasi perusahaan yang diprosikan oleh indeks *herfindhal* tidak berpengaruh terhadap CAR pada perusahaan *non reporter*. Dengan demikian hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis 6 bahwa semakin tinggi derajat konsentrasi perusahaan *non reporter*, maka semakin tinggi *abnormal return* perusahaan *non reporter* (artinya semakin besar efek *competitive*). Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Lang dan Stulz (1992) yang menemukan bahwa indeks *herfindhal* berpengaruh positif dan signifikan terhadap CAR perusahaan *non reporter* pada kasus pengumuman kebangkrutan. Penelitian ini konsisten dengan penelitian Rindu Rika (2001) yang menemukan bahwa indeks *herfindhal* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap CAR perusahaan *non reporter* pada kasus pengumuman *delisting*.

Tidak diterimanya hipotesis yang diajukan dapat juga disebabkan oleh adanya beberapa faktor lain yang berpengaruh tetapi belum dimasukkan dalam penelitian ini. Hal ini dapat dilihat dari nilai *r square* yang kecil yaitu sebesar 2,3% yang artinya masih ada variabel lain selain *leverage* dan derajat konsentrasi yang bias menjelaskan CAR perusahaan *non reporter*.

7. SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi dan efek intra industri pengumuman *financial distress*. Dengan menggunakan 32 perusahaan yang mengumumkan *financial distress*, penelitian ini memberikan bukti bahwa pengumuman *financial distress* direaksi oleh pasar. Penelitian ini juga menguji terhadap 98 perusahaan *non reporter* untuk menguji efek intra industri perusahaan, hasil penelitian ini juga memberikan bukti adanya efek intra industri. Penelitian ini juga menguji efek intra industri perusahaan *non reporter size* besar dan kecil, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa terdapat efek

intra industri perusahaan *non reporter* baik *size* besar maupun *size* kecil. Tetapi penelitian ini tidak dapat memberikan bukti bahwa *leverage* perusahaan dan indeks *herfindhal* merupakan faktor yang mempengaruhi *abnormal return* perusahaan *non reporter* artinya bahwa *leverage* perusahaan *non reporter* tidak memperkuat efek contagion dan indeks *herfindhal* tidak memperkuat efek *competitive* perusahaan *non reporter*.

Pada penelitian ini perusahaan yang mengumumkan *delisting* diambil dari periode 1994 – 2003, namun hanya diperoleh 32 perusahaan karena banyak perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan dalam bulan-bulan terakhir, atau karena data tidak tersedia dengan lengkap sehingga tidak dapat dijadikan sampel. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan mempergunakan sampel yang lebih banyak agar dapat diperoleh hasil penelitian yang *reliable*. Penelitian selanjutnya bias menggunakan variabel lain yang mempengaruhi kekuatan transfer informasi intra industri seperti variabel korelasi return antara perusahaan *financial distress* dengan *non financial distress*, kekuatan monopoli, kesempatan pertumbuhan, agar menghasilkan model *predictor* yang lebih baik.

8. REFERENSI

- [1] Akhigbe, Aigbe dan Jeff Madura, 1996, "Intra Industry Effect of Voluntary Corporate Liquidations", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 23, No. 7:915-930.
- [2] Asquith P., R. Gertner dan D. Scharfstein, 1994, "Anatomy of Financial Distress: An Experimental Bond Issuers", *Quarterly Journal of Economics*, 109:1189-1222.
- [3] Christina Tri Setyorini, 2001, "Transfer Informasi Intra-Industri: Efek Pengumuman Inisiasi Dividen oleh Perusahaan Reporter", *Tesis S2 Program Studi Akuntansi UGM*, Yogyakarta.
- [4] Dawkins, Mark C. dan Ena Rose-Green, 1998, "Prior Wall Street Journal Announcement of Possible Bankruptcy Filings and Price Reactions to Subsequent Bankruptcy Filings", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, No. 7:813-827.
- [5] Foster, 1986, *Financial Statement Analysis*, Second Edition, Prentice Hall International.
- [6] Hertz, Michael G., 1991, "The Effect of Stock Repurchases on Rival Firms", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 2, June, pp. 707-716.
- [7] Hill, N. T., S.E. Perry dan S. Andes, 1996, "Evaluating Firms in Financial Distress: An

- Event History Analysis”, *Journal of Applied Business Research*, 12(3):60-71.
- [8] Kohers, Ninon, 1999, “The Industry-Wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcement and Determinants of Information Transfer”, *The Financial Review*, Vol. 34, pp. 137-158.
- [9] Lang, Harry H. P., dan Rene M. Stulz, 1992, “Contagion and Competitive Intra-Industry Effect of Bankruptcy Announcements”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 45-60.
- [10] Laux, P, Laura Starks dan P. Sig Yoon, 1998, “The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-Industry Information Transfer: An Investigation of Dividen Announcements”, *Financial Management*, Vol. 27, pp. 5-16.
- [11] Luciana Spica Almilia, 2003, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kondisi Financial Distress suatu Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (JRAI)*, Vol 7, No.1.
- [12] _____ dan E. Kristijadi, 2005, “Analisis Kandungan Informasi dan Efek Intra Industri Pengumuman Stock Split yang Dilakukan oleh Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia (JEBI)*, Vol 20, No. 1.
- [13] Mitra, Dhevashis dan James E. Owers, 1995, “Dividend Initiation Announcement Effect and the Firm’s Information Environment”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 22 (4), June, pp. 551-573.
- [14] Rindu Rika Gamayuni, 2001, “Efek Intra Industri atas Pengumuman Delisting: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta”, *Tesis S-2*, Program Magister Sains, UGM, Yogyakarta.
- [15] Tirapat, Sunti dan A. Nittayagasetwat, 1999, “An Investigation of Thai Listed Firms’ Financial Distress Using Macro dan Micro Variables”, *Multinational Finance Journal*, Vol 3:103-125.
- [16] Whitaker, R. B., 1999, “The Early Stages of Financial Distress”, *Journal of Economics and Finance*, 23:123-133.
- [17] Wilkins, Michael S., 1997, “Technical Default, Auditors’ Decisions and Future Financial Distress”, *Accounting Horizon*, Vol 11, No. 4:44-48

9. RIWAYAT PENELITI

Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si – Dosen Tetap Jurusan Akuntansi STIE Perbanas Surabaya. S1 – STIE Perbanas Surabaya Jurusan Akuntansi. S2 – Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.

LAMPIRAN

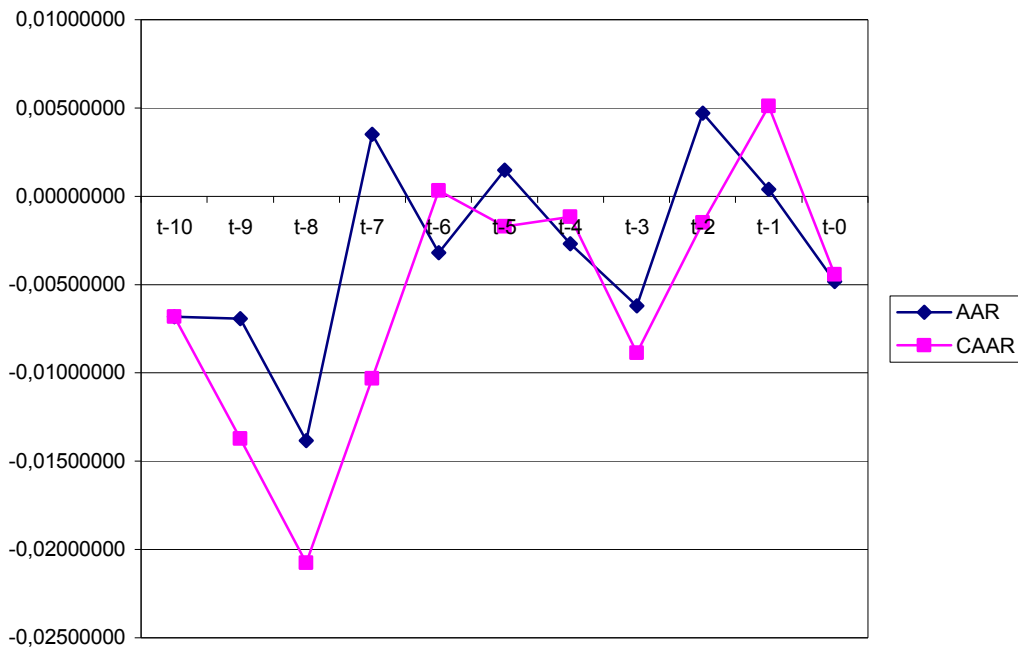
TABEL 1

Hasil Perhitungan Abnormal Return di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* atau *Delisted* (Sampel sebanyak 32 perusahaan)

Hari ke-t	AAR	CAAR	t-hitung	Signifikansi
-10	-0.00682531	-0.00682531	-2.006	0.054 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
-9	-0.00690719	-0.01373250	-2.673	0.012 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-8	-0.01383938	-0.02074657	-2.737	0.010 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-7	0.00351844	-0.01032094	1.713	0.097 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
-6	-0.00320188	0.00031656	-2.041	0.050 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-5	0.00149781	-0.00170407	0.820	0.418
-4	-0.00266969	-0.00117188	-0.482	0.633
-3	-0.00619281	-0.00886250	-0.985	0.332
-2	0.00471063	-0.00148218	1.996	0.055 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
-1	0.00039250	0.00510313	0.193	0.849
0	-0.00481500	-0.00442250	-2.306	0.028 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)

GAMBAR 1

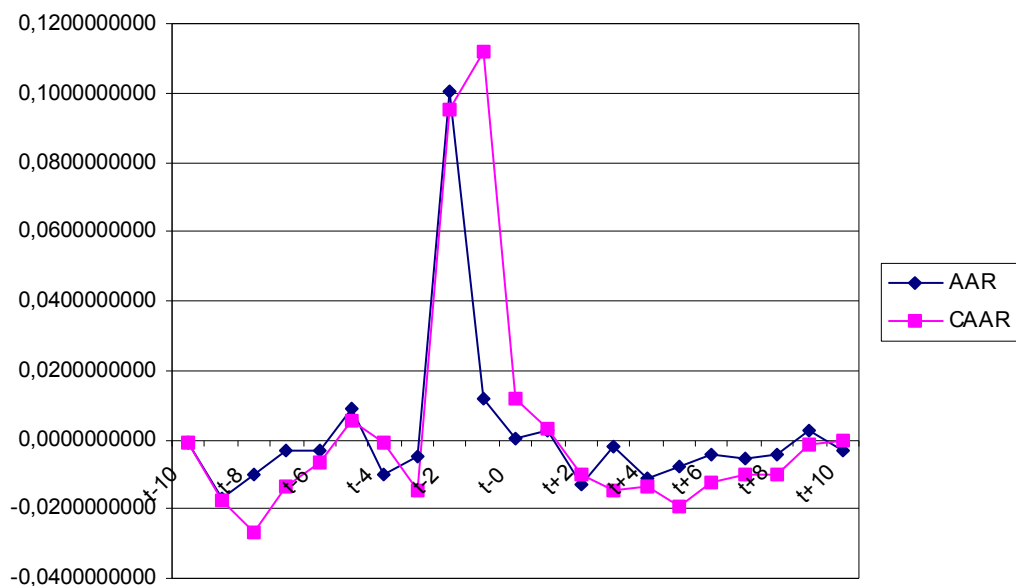
Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return Perusahaan Reporter di Sekitar Pengumuman Financial Distress



TABEL 2
 Hasil Perhitungan Abnormal Return di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* atau *Delisted* pada Perusahaan Non Reporter (Seluruh Sampel Sebanyak 98 Perusahaan)

Hari ke-t	AAR	CAAR	t-hitung	Signifikansi
-10	-0.0006995918	-0.0006995918	-0.078	0.938
-9	-0.0168675510	-0.0175671428	-2.176	0.032 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-8	-0.0100588776	-0.0269264286	-1.713	0.090 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
-7	-0.0032206122	-0.0132794898	-0.368	0.714
-6	-0.0033966327	-0.0066172449	-0.530	0.597
-5	0.0090846939	0.0056880612	2.037	0.044 (signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-4	-0.0098682653	-0.0007835714	-2.579	0.011 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
-3	-0.0046544898	-0.0145227551	-0.502	0.617
-2	0.1001642860	0.0955097962	1.303	0.196
-1	0.0115536735	0.1117179595	1.282	0.203
0	0.0003846939	0.0119383674	0.031	0.975
+1	0.0028742857	0.0032589796	0.315	0.754
+2	-0.0129539796	-0.0100796939	-1.593	0.114
+3	-0.0019672449	-0.0149212245	-0.383	0.703
+4	-0.0112869388	-0.0132541837	-2.083	0.040 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
+5	-0.0078173469	-0.0191042857	-1.056	0.294
+6	-0.0043019388	-0.0121192857	-0.687	0.494
+7	-0.0056033673	-0.0099053061	-0.769	0.444
+8	-0.0044639796	-0.0100673469	-0.451	0.653
+9	0.0028178571	-0.0016461225	0.200	0.842
+10	-0.0033445918	-0.0005267347	-0.503	0.616

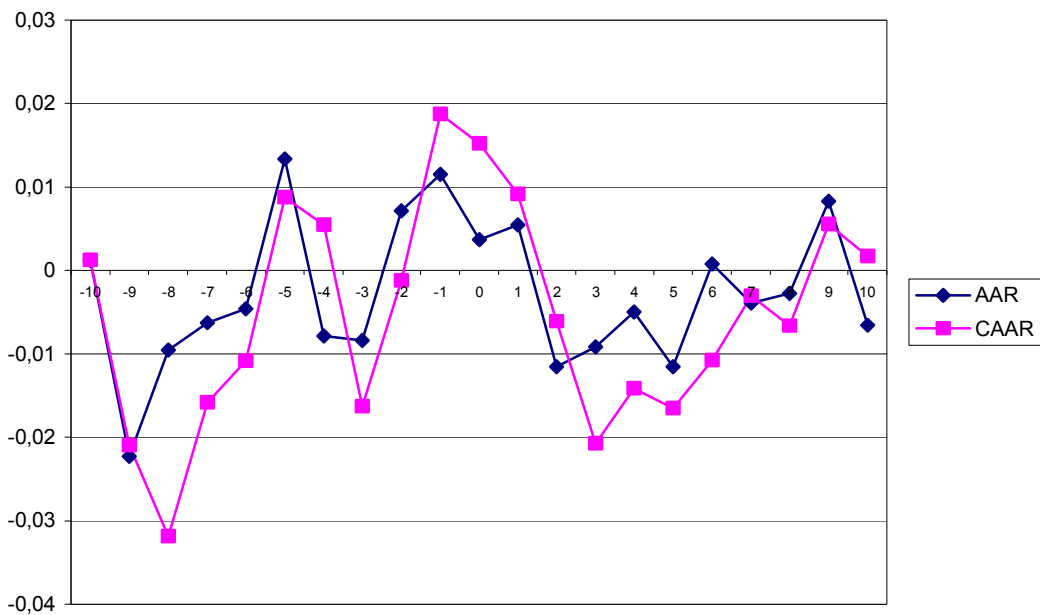
GAMBAR 2
 Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return Perusahaan Non Reporter di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* (98 Perusahaan Non Reporter)



TABEL 3
 Hasil Perhitungan Abnormal Return di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* atau *Delisted* pada Perusahaan Non Reporter Size Kecil (Sampel Sebanyak 71 Perusahaan)

Hari ke-t	AAR	CAAR	t-hitung	Signifikansi
-10	0.0012788732	0.0012788732	0.108	0.914
-9	-0.0222866197	-0.0210077465	-2.377	0.020 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-8	-0.0095753521	-0.0318619718	-1.552	0.125
-7	-0.0062564789	-0.0158318310	-0.624	0.534
-6	-0.0045792958	-0.0108357747	-0.790	0.432
-5	0.0133249296	0.0087456338	3.180	0.002 (Signifikan pada $\alpha = 1\%$)
-4	-0.0078701408	0.0054547888	-1.651	0.103
-3	-0.0084042254	-0.0162743662	-0.700	0.486
-2	0.0071759155	-0.0012283099	0.790	0.432
-1	0.0115336620	0.0187095775	1.036	0.304
0	0.0036794366	0.0152130986	0.224	0.823
+1	0.0054475648	0.0091270014	0.510	0.612
+2	-0.0115663380	-0.0061187732	-1.156	0.252
+3	-0.0091911268	-0.0207574648	-1.672	0.099 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
+4	-0.0049557746	-0.0141469014	-0.984	0.329
+5	-0.0115823944	-0.0165381690	-1.292	0.201
+6	0.0008039437	-0.0107784507	0.106	0.916
+7	-0.0038852113	-0.0030812676	-0.431	0.668
+8	-0.0027338023	-0.0066190136	-0.258	0.797
+9	0.0082780282	0.0055442259	0.505	0.615
+10	-0.0065602817	0.0017177465	-0.940	0.351

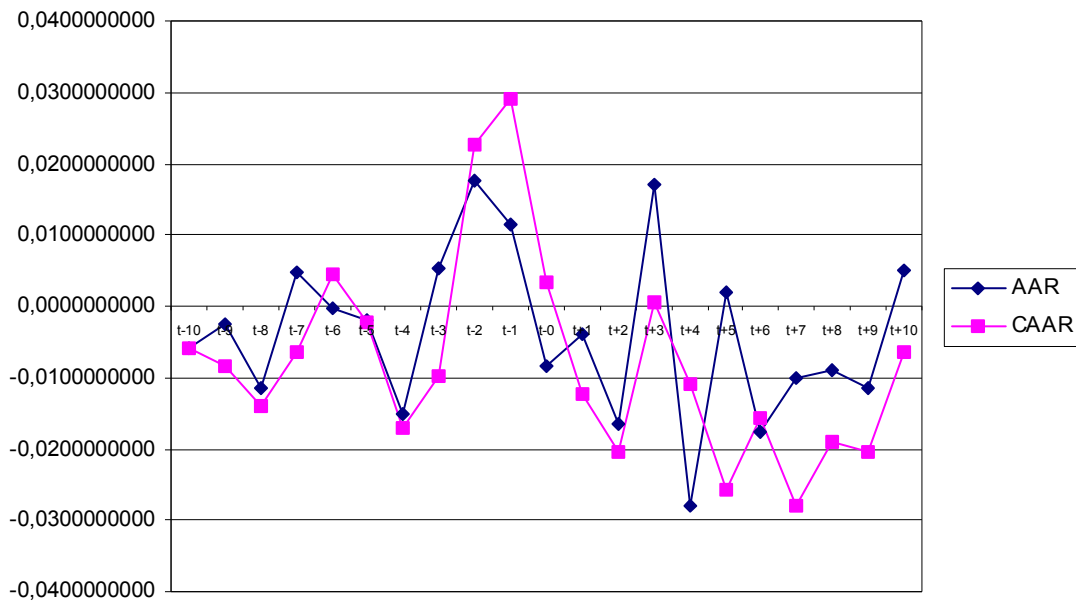
GAMBAR 3
 Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return Perusahaan Non Reporter di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* (71 Perusahaan Non Reporter Size Kecil)



TABEL 4
 Hasil Perhitungan Abnormal Return di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* atau *Delisted* pada Perusahaan Non Reporter Size Besar (Sampel Sebanyak 28 Perusahaan)

Hari ke-t	AAR	CAAR	t-hitung	Signifikansi
-10	-0.0059022222	-0.0059022222	-0.643	0.526
-9	-0.0026174074	-0.0085196296	-0.195	0.847
-8	-0.0113303704	-0.0139477778	-0.806	0.427
-7	0.0047625926	-0.0065677778	0.265	0.793
-6	-0.0002866667	0.0044759259	-0.016	0.987
-5	-0.0020655556	-0.0023522223	-0.176	0.862
-4	-0.0151225926	-0.0171881482	-2.525	0.018 (Signifikan pada $\alpha = 5\%$)
-3	0.0052059259	-0.0099166667	0.437	0.666
-2	0.0174859259	0.0226918518	1.201	0.241
-1	0.0116062963	0.0290922222	0.778	0.444
0	-0.0082792593	0.0033270370	-0.683	0.500
+1	-0.0038922222	-0.0121714815	-0.219	0.829
+2	-0.0166029630	-0.0204951852	-1.219	0.234
+3	0.0170288889	0.0004259259	1.527	0.139
+4	-0.0279355556	-0.0109066667	-1.959	0.061 (Signifikan pada $\alpha = 10\%$)
+5	0.0020833333	-0.0258522223	0.160	0.874
+6	-0.0177285185	-0.0156451852	-1.674	0.106
+7	-0.0101214815	-0.0278500000	-0.848	0.404
+8	-0.0090137037	-0.0191351852	-0.391	0.699
+9	-0.0115403704	-0.0205540741	-0.412	0.684
+10	0.0051114815	-0.0064288889	0.323	0.749

GAMBAR 4
 Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return Perusahaan Non Reporter di Sekitar Pengumuman *Financial Distress* (28 Perusahaan Non Reporter Size Besar)



TABEL 5
 Hasil Regresi Berganda

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.073	.057		-1.296	.198
	X1	9.382E-06	.000	.066	.603	.548
	X2	-.092	.237	-.453	-.387	.700
	X3	.005	.019	.321	.274	.785

a. Dependent Variable: YX2