

PENGARUH PENGUMUMAN SAHAM BONUS TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN SAHAM

Ardiansyah R.
Universitas Tarumanagara

Abstract

The aim of this research is to test the information content from the announcement of share bonus. For that research is rarely to be observed. However, that research can use the near theory, like stock split and stock dividend. That announcement can be the one classified, it can be said the other term is stock distribution.

This research is to use the secondary data and the measurement is called the trading volume activity. The reason of using of that measurement, because it is the important thing, beside the stock price. By observing the trading volume activity, it can be seen the fluctuation of the meeting from the demand and supply side. For knowing the significant of changing in the trading volume activity can be measured by approaching the compare mean, that approaching is to compare between before and after share announcement. That event could be a signal for the stock market and it is having the information content.

For this research, it also use the earning growth, that earning is usually as a indicator of good or bad performance from the company condition. This can describe what the companies look. And also this can add the research analysis, then more supported. And that research can be the combination of analysis method between the fundamental and technical analysis.

The result of this research indicates, the event can affect the trading volume for all companies and for companies in non-manufacturing and also for in the crisis period. But the market reaction tend to the negative reaction by assuming that there is no spread information before that event.

Keywords: *Share bonus, trading volume activity and earning growth.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Sesuatu yang menarik diamati adalah fenomena yang terjadi dipasar modal, hal ini disebabkan peristiwa yang terjadi merupakan refleksi dari para investor yang beraksi dipasar. Pada umumnya tujuan para investor adalah menginvestasikan dana kepada perusahaan-perusahaan yang menarik, artinya perusahaan tersebut menawarkan sejumlah keuntungan yang dapat diraih. Pasar modal dapat menunjukkan suatu reaksi secara agregat terhadap suatu saham dan ini merupakan suatu fenomena dari reaksi pasar terhadap adanya informasi yang mereka terima mengenai hal-hal yang fundamental, maupun isu-isu yang menarik bagi para pelaku pasar, artinya reaksi pasar sangat ditentukan adanya informasi. Oleh karena itu para pelaku pasar sangat mengharapkan tersedianya informasi yang tepat, maka dengan kondisi tersebut akan menghasilkan suatu keputusan yang tepat juga.

Informasi yang bersifat fundamental disediakan oleh perusahaan melalui dikeluarkannya atau diterbitkannya laporan keuangan. Oleh karena itu laporan keuangan merupakan suatu akuntabilitas yang harus dilakukan oleh para eksekutif kepada pemiliknya atau investor

Pokok investigasi pada tulisan ini adalah berkaitan dengan pengumuman atas terjadinya distribusi saham. Distribusi saham dapat dilakukan melalui; *stock split* dan *stock deviden*. Namun pada Bursa Efek Jakarta ada hal yang menarik diamati berkaitan dengan distribusi saham selain kedua cara yang telah disebutkan, yaitu disebut saham bonus. Definisi saham bonus adalah penerbitan saham yang dibagikan kepada para pemegang saham lama, pembagian saham tersebut akan menyebabkan terjadinya penurunan harga saham yang bersangkutan (Sunariyah;1997). Ilustrasi yang menunjukkan pengaruh saham bonus adalah yang terjadi pada perusahaan Bentoel International Investama Tbk. Perusahaan tersebut melakukan pengumuman saham bonus pada bulan Januari 2001 dengan komposisi perbandingan 1:2 (setiap pemegang saham lama akan mendapatkan 2 saham bonus), pembagian saham bonus ini akan mengakibatkan jumlah saham yang beredar menjadi 3x lipat. Peristiwa tersebut tersebut tidak diiringi dengan adanya transfer harta, seperti halnya yang terjadi pada pembagian dividen kas Akibatnya secara teoritis saham bonus ini akan menyebabkan terjadinya penurunan harga 1/3

dari harga sebelumnya (<http://www.e-samuel.com>). Oleh karena itu distribusi saham yang dilakukan melalui saham bonus tidak berbeda yang dilakukan melalui *stock split*.

Dengan terjadinya distribusi saham bonus, maka harga saham akan menjadi lebih kecil dan akan lebih meningkatkan kemampuan pasar terhadap saham tersebut dan harga akan berkisar pada kisaran perdagangan yang optimum (*optimal trading range*). Hal ini dideskripsikan pada penelitian yang dilakukan oleh Lakonishok dan Lev (1987), artinya bahwa harga saham sebelum dilakukan pengumuman saham bonus dapat berarti terjadinya *overpriced*. *Signal* negatif dapat juga terjadi, karena terjadinya distribusi saham dilakukan pada saat harga saham tinggi, akibatnya antisipasi pasar menjadi lebih kecil pada saat pengumuman (Crawford dan Franz:2001). Kedua konklusi baik positif maupun negatif menjadi motivasi penulis untuk lebih meneliti dan mengamati hal itu dengan memfokuskan pada peristiwa pengumuman saham bonus.

Sejumlah penelitian empiris telah dilakukan untuk mengukur reaksi pasar terhadap informasi mengenai peristiwa yang berkaitan dengan aksi dari perusahaan dan hasil ini dapat menunjukkan sesuatu bukti yang sangat penting dalam membantu untuk menentukan *the efficient market's hypothesis* (Pettit : 1972). Pettit juga telah melakukan investigasi untuk menentukan reaksi pasar secara cepat dan tepat terhadap pengumuman deviden. Hasil studi tersebut menunjukkan adanya eksistensi antisipasi pasar yang kemungkinan disebabkan oleh para investor yang mempunyai akses terhadap informasi sebelum pengumuman tersebut dilakukan. Begitu pula yang dilakukan oleh Lintner (1956) telah menemukan secara empiris bahwa perubahan pembayaran dividen merupakan refleksi dari arus kas dimasa yang akan datang, artinya bahwa kebijakan dividen meningkat pada saat diyakinkan dimasa yang akan datang adanya kemungkinan yang tinggi dalam memenuhi arus kas dan begitu pula sebaliknya.

Perumusan Masalah

Fama (1976) menyatakan bahwa studi empiris yang telah dilakukan berkaitan dengan pengaruh *stock distribution announcement* terhadap dividen tunai, informasi ini memunculkan yang seharusnya atau kemungkinan dapat berhubungan terhadap suatu ukuran sangat fundamental dari perusahaan; yaitu pengukuran performansi perusahaan berupa *earning*. Artinya penelitian

ini menunjukkan bahwa ada suatu harapan dari pemegang saham atau investor atas pengumuman distribusi saham terhadap periode dimasa yang akan datang akan adanya kemungkinan pembagian dividen kas.

Pada tulisan ini memusatkan pada pokok permasalahan, yaitu melakukan pengamatan dan menganalisa terhadap reaksi pasar atau antisipasi pasar disekitar pengumuman saham bonus yang telah dilakukan, apakah informasi pengumuman saham bonus memberikan signal yang baik atau buruk bagi para pelaku pasar modal. Dengan membandingkan pola aktivitas perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus. Alasan menggunakan aktivitas perdagangan saham sebagai pembanding dilandasi oleh penelitian yang dilakukan oleh Morse (1981) bahwa volume perdagangan saham dapat merefleksikan semua aktivitas investor dipasar, yaitu secara keseluruhan perdagangan saham dipasar.

Batasan Masalah

- a) Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengumuman saham bonus terhadap volume perdagangan saham, artinya hanya memusatkan pada pengumuman saham bonus sebagai terjadinya distribusi saham.
- b) Pasar modal yang dipilih sebagai objek penelitian adalah hanya pada BEJ (Bursa Efek Jakarta).
- c) Periode yang dipilih adalah periode tahun 1993 - 1999, Pemilihan periode tersebut untuk lebih memperbesar sampel.
- d) Pemilihan sampel dilakukan secara random, filterisasi dan mengeliminasi saham perusahaan yang tidak aktif, artinya volume perdagangan saham yang berkumulatif nol akan dihilangkan pada sampel tersebut.
- e) Jenis penelitian ini disebut *event study*, dengan *event window* 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman saham bonus. Pemilihan event window tersebut disebabkan untuk lebih meniadakan faktor-faktor lain yang dapat mengganggu "kemurnian" pengumuman saham bonus.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui bagaimana pola volume perdagangan saham di sekitar hari pengumuman saham bonus, apakah ada

perbedaan pola volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus. Hasil penelitian tersebut akan dapat memberikan gambaran bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman saham bonus yang direfleksikan melalui volume perdagangan saham.

Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian adalah sebagai berikut :

- (1) Memberikan bukti empiris bagi para akademisi dan para (calon) investor mengenai pengaruh pengumuman saham bonus terhadap volume perdagangan saham.
- (2) Memberikan bukti empiris mengenai keabsahan teori dan temuan riset dari negara barat maupun di Indonesia, khususnya berkaitan dengan pengaruh pengumuman saham bonus sebagai bagian dari distribusi saham.
- (3) Memberikan kesempatan kepada para peneliti berikutnya untuk menyempurnakan dan memperluas penelitian tersebut.

Sistematikan Pembahasan

Pada penelitian ini terbagi dalam lima bab, yaitu sebagai berikut :

- 1) Pendahuluan yang terdiri dari; latar belakang masalah, perumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian dan manfaat penelitian.
- 2) Landasan teori terbagi dalam beberapa bagian; efisiensi pasar modal, saham bonus, studi peristiwa, aktivitas volume perdagangan saham dan *window*.
- 3) Metodologi penelitian terbagi dalam 2 bagian; a) ruang lingkup dan batasan penelitian yang terdiri dari: pasar modal, pemilihan sampel, volume perdagangan saham, performansi laba operasi dan periode pengamatan; b) sumber data dan teknik pengambilan data; c) model analisis yang terdiri dari pengujian: hipotesa I, pengujian hipotesa II, pengujian hipotesa III, pengujian hipotesa IV dan pengujian hipotesa V.
- 4) Uji empiris dan hasil yaitu sebagai berikut; a) penjelasan mengenai komposisi perusahaan yang terpilih sebagai sampel, b) hasil uji perbandingan rata-rata dari setiap hipotesis.
- 5) Pada bagian akhir merupakan kesimpulan dari hasil uji empiris, serta implikasi dari penelitian tersebut.

LANDASAN TEORI

Efisiensi Pasar Modal

Pada pasar modal efisien, harga saham yang terjadi merupakan refleksi dari semua informasi yang telah dipublikasikan dan terjadi pada keseimbangan yang berkelanjutan, hal ini berarti bahwa harga pasar tersebut adalah sama dengan nilai intrinsik dari saham tersebut disetiap waktu (Belkaoui;2000). Nilai intrinsik saham secara umum dihubungkan dengan berapa besar harga yang seharusnya ditetapkan dan berapa besar harga yang diberikan oleh setiap individu yang memiliki informasi yang sama dan memiliki kompetensi yang tinggi bagi seseorang individu yang melakukan prediksi atau perkiraan. Hal ini sesuai dengan apa yang dikatakan oleh Fama (1970) bahwa harga berubah sesuai dengan informasi yang ada tanpa terjadi adanya bias.

Kecepatan reaksi dari suatu peristiwa dapat diketahui dengan mengukur reaksi setelah peristiwa telah terjadi atau pada saat terjadi. Hal ini bergantung pada seberapa besar tingkat efisiensi pasar atau seberapa kuat efisiensi pasar, artinya semakin efisien suatu pasar, maka cepat pula informasi yang disebarkan kesetiap para pelaku pasar.

Konsensus dari semua pihak pelaku pasar dapat disebut sebagai bertemunya antara permintaan dan penawaran, sehingga dapat tercapainya harga saham dan volume perdagangan sekuritas pada tingkat tertentu. Pada konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH), menurut Fama (1991) dan Jones (1997) suatu pasar dapat dikatakan efisien apabila harga saham dan volume perdagangan saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi yang telah didistribusikan, tidak hanya yang telah lalu namun juga berdasarkan informasi saat ini.

Penelitian Lakonishok dan Lev (1987) telah menemukan bahwa signal informasi pengumuman distribusi saham dengan stock split mengindikasikan bahwa perusahaan berusaha untuk mempertahankan pada tingkatan harga yang diinginkan artinya *normal range* dan kecenderungan reaksi pasar positif, namun penelitian ini juga menemukan bahwa stock split tersebut tidak mengakibatkan pengaruh yang permanent terhadap volume perdagangan. Temuan ini memberikan bukti bahwa perusahaan berkeinginan untuk mengoreksi harga yang terjadi dengan melakukan stock split, dan juga ternyata pasar merespon positif dengan terjadinya kenaikan berkisar 3% sampai dengan 4% bagi *abnormal stock price* disekitar pengumuman *stock split*.

Pertanyaan yang muncul adalah bagaimana pasar merespon secara benar terhadap semua informasi yang telah tersedia, artinya harga pasar terjadi merupakan reaksi secara rasional dari para pelaku pasar. Akan tetapi tidak ada jaminan bahwa para pelaku pasar atau investor akan sama dalam menginterpretasikan semua informasi yang tersedia. Meskipun begitu para investor akan berlaku secara rasional dalam melakukan interpretasi terhadap informasi yang tersedia dipasar. Para pelaku dipasar berinteraksi didasarkan keputusan untuk memaksimalkan keuntungannya, hal ini yang merupakan motif rasional bagi setiap investor sebagai pelaku pasar. Dengan asumsi tersebut, kemudian terjadi pertemuan permintaan dan penawaran terhadap saham tertentu, baik dari sisi harga maupun volume perdagangan saham. Hal ini menggambarkan keputusan setiap individu pelaku pasar yang pada akhirnya secara agregate atau keseluruhan mencapai konsensus dalam harga dan volume perdagangan saham.

Saham Bonus

Crawford dan Franz (2001) menyatakan bahwa distribusi saham dapat dilakukan melalui ; (1) *stock dividend* dan (2) *stock split*, yaitu :

- (1) Dividen saham adalah pembagian keuntungan dengan membagikan saham, maka pada saat dideklarasikan dividen saham tersebut, maka akan terjadi pengurangan keuntungan yang ditahan sebesar saham yang dibagikan pada saat itu, diikuti dengan peningkatan pada jumlah saham yang beredar. Oleh karena itu nilai parnya untuk setiap saham tidak berubah dan juga saldo modal saham mengalami peningkatan.
- (2) Sedangkan *stock split* bukan merupakan pembagian keuntungan, namun pemecahan saham yang akibatnya jumlah saham yang beredar semakin banyak dan nilai nominal per-saham akan semakin kecil. Sedangkan total nilai kapital atau modalnya tidak berubah.

Sedangkan pada saham bonus merupakan kebijakan perusahaan yang mempunyai pengaruh berbeda dengan kedua cara tersebut, akan tetapi dapat disebut juga sebagai terjadinya distribusi saham.

Ada perbedaan diantara saham bonus dengan dividen saham, dimana dividen saham merupakan pembagian keuntungan yang dilakukan melalui proses pembagian saham. Tujuannya adalah sering kali berkaitan dengan kepentingan arus kas perusahaan dimasa yang akan datang. Sedangkan saham

bonus dapat dilakukan perusahaan tidak hanya adanya pembagian keuntungan, perkiraan surplus atas nilai revaluasi aktiva tetap perusahaan. Contoh yang lain lagi adalah perkiraan terjadinya agio terhadap sejumlah modal, biasanya diistilahkan sebagai *paid up capital*, saldo perkiraan tersebut dapat dibagikan sebagai adanya bonus dalam bentuk saham kepada para pemegang saham atau investor, seperti yang diungkapkan oleh Cahyono (1999).

Studi Peristiwa

Pada pasar modal yang efisien para pelaku atau investor tidak akan memperoleh abnormal return disaat sebelum terjadinya pengumuman dari aksi yang dilakukan perusahaan. Pengumuman tersebut kemungkinan menjadi informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan jual dan beli suatu saham dan apabila didistribusikan secara cepat, maka harga saham juga secepat mungkin berubah. Pengujian efisiensi pasar, seperti yang dilakukan oleh Pettit (1972), tujuannya adalah untuk melakukan pengujian mengenai validitas efisiensi pasar dengan melakukan estimasi kecepatan dan keakuratan harga saham bereaksi terhadap adanya suatu informasi pengumuman perubahan dividen.

Aktivitas Volume Perdagangan Sekuritas (*trading volume activity*)

Metode pengukuran untuk melakukan penelitian reaksi pasar terhadap suatu informasi adalah mengamati dan meneliti aktivitas volume perdagangan sekuritas selama periode peristiwa. Metode pengukuran ini juga menjadi pilihan beberapa peneliti untuk mengetahui reaksi pasar modal dan mengukur efisiensi pasar modal. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968), Bamber (1987), Verrecchia (1981) menyatakan bahwa aktivitas volume perdagangan saham merupakan *the sum of investor' actions*. Foster (1986) juga melakukan penelitian dengan mengamati pola aktivitas volume perdagangan saham, yaitu apakah volume perdagangan saham diatas normal setelah suatu peristiwa tersebut telah terjadi. Namun pada penelitian ini menggunakan istilah yang sama, yaitu volume perdagangan saham dengan pengukuran yang berbeda. Volume perdagangan saham diartikan sebagai jumlah saham yang diperdagangkan pada satu hari tertentu.

Window

Windows tersebut digunakan untuk mencari variabel aktivitas perdagangan sekuritas sebagai *proxy* dari perilaku investor. Seperti yang pernah dilakukan Morse (1981) bahwa penelitian Morse lebih difokuskan untuk mengetahui kapan pasar bereaksi terhadap adanya pengumuman laba perusahaan dengan mengkaitkan volume perdagangan saham, dan juga penelitian yang dilakukan oleh Husnan, Hanafi dan Wibowo (1996) yang bertujuan untuk mengamati dampak laporan keuangan terhadap aktivitas volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan..

METODOLOGI PENELITIAN

Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian

Reaksi pasar diteliti melalui aktivitas volume perdagangan saham, apakah ada pengaruh atau tidak dengan terjadinya aksi perusahaan yang telah dilakukan. Studi peristiwa merupakan metode penelitian yang biasa digunakan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap suatu informasi atau peristiwa yang terjadi pada perusahaan, dalam hal ini adalah Bursa Efek Jakarta.

Batasan-batasan lain yaitu sebagai berikut :

a. Pasar modal

Bursa Efek Jakarta (BEJ) dipilih sebagai pasar modal yang diteliti dengan alasan bahwa BEJ merupakan bursa efek yang terbesar di Indonesia. Hal ini dapat dibuktikan melalui jumlah perusahaan yang telah terdaftar dan juga aktivitas perdaganganannya.

b. Pemilihan Sampel

Saham yang dipilih adalah saham dari perusahaan-perusahaan yang telah melakukan pembagian saham bonus. Periode sampel yang dipilih adalah berkisar tahun 1993 sampai dengan tahun 1999. Dengan harapan periode tersebut lebih memperbanyak jumlah sampel yang akan dapat memberikan hasil penelitian lebih berarti.

c. Volume Perdagangan Saham

Penulis menggunakan volume perdagangan saham sebagai pengukuran yang digunakan sebagai perbandingan pola perdagangan dari setiap saham.

Definisi dari volume perdagangan saham adalah jumlah saham yang telah diperdagangkan sampai dengan batas akhir pada satu hari tertentu dan pengukuran ini digunakan dengan didasarkan *supply-demand analysis*.

e. Performansi Laba Operasi

Laba operasi diikuti sertakan dalam pengukuran kinerja perusahaan untuk menentukan bagaimana komposisi kinerja perusahaan yang melakukan pengumuman saham bonus (damodaran;1994). Pemilihan laba operasi didasarkan bahwa laba tersebut lebih mencerminkan kinerja operasi perusahaan.

f. Periode Pengamatan

Periode pengamatan dibagi menjadi dua bagian yaitu :

1. 10 hari sebelum dilakukannya pengumuman saham bonus.
2. 10 hari setelah dilakukannya pengumuman saham bonus Harapan penulis bahwa periode pengamatan dengan total 20 hari disekitar kejadian tersebut telah dapat menangkap apa yang diharapkan dalam penelitian ini. Hal ini disebabkan window tersebut dapat memberikan kesempatan terhadap terjadinya penyebaran informasi dan dapat memberikan secara jelas reaksi pasar sebenarnya.

Sumber Data dan Tehnik Pengambilan Data

Data yang digunakan pada penelitian tersebut adalah data sekunder, yaitu sebagai berikut:

1. Nama perusahaan yang terpilih sebagai sampel, perusahaan yang telah melakukan aksi pembagian saham bonus dari periode 1993 sampai dengan 1999 di BEJ.
2. Volume perdagangan saham yang diamati adalah volume perdagangan saham sampai dengan tutup pada satu hari tertentu. Dengan periode 10 hari sebelum dilakukannya pengumuman saham bonus dan 10 hari setelah pengumuman itu dilakukan.
3. Performansi laba operasi yang diamati adalah 2 tahun sebelum melakukan pembagian saham bonus, untuk dapat menentukan pertumbuhan laba operasi yang telah terjadi.
4. Data ini diperoleh melalui BEJ, PPA UGM, publikasi media cetak Capital

Market Directory, Info Pasar Modal, Buletin Info Finansial, *JSX monthly*, *the Fact Book* serta publikasi lain yang memuat informasi relevan dengan penelitian ini.

Model Analisis

Model analisis yang digunakan adalah model perbandingan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan setelah peristiwa. Pada penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar terhadap peristiwa yang telah terjadi, yaitu berupa pengumuman saham bonus dan sekaligus mengkaitkan growth earning (laba operasi perusahaan) yang dimiliki masing perusahaan dalam 2 tahun sebelum pengumuman saham bonus. Formula yang digunakan untuk meneliti apakah pengumuman saham bonus dapat mempengaruhi secara signifikan terhadap aktivitas volume perdagangan saham, yaitu sebagai berikut :

- 1) Kumulatif 10 hari volume perdagangan saham sebelum pengumuman saham bonus i $= \sum_{t=10}^{10} Vitsb$
 dan
 Kumulatif 10 hari volume perdagangan saham setelah pengumuman saham bonus i $= \sum_{t=10}^{10} Vitst$

dimana $Vitsb$ = Volume perdagangan saham i pada hari t sebelum pengumuman saham bonus
 dan

$Vitst$ = Volume perdagangan sekuritasi i pada hari t setelah pengumuman saham bonus

Dengan menentukan 10 hari sebelum dan setelah dilakukan pengumuman saham bonus, maka akan didapat secara kumulatif dalam 10 hari pola perdagangan saham dari setiap saham. Kemudian hasil kumulatif tersebut dibagi dengan 10 hari menentukan besaran secara rata-rata (mean) dalam waktu 10 hari.

- 2) Sedangkan untuk menentukan rata-rata volume perdagangan saham i adalah sebagai berikut :

$$\bar{X}_{isb} = \frac{\sum_{t=10}^{10} Vitsb}{N} \quad \text{dan} \quad \bar{X}_{ist} = \frac{\sum_{t=10}^{10} Vitst}{N}$$

dimana :

N = Jumlah hari

$\bar{X}_{isb}$ = Rata-rata volume perdagangan sekuritas i pada hari t sebelum pengumuman saham bonus

dan

$\bar{X}_{ist}$ = Rata-rata volume perdagangan sekuritas i pada hari t setelah pengumuman

- 3) Setelah itu memperbandingkan semua *mean* dari setiap saham sesuai dengan periode atau klasifikasi yang diinginkan, yaitu dengan rincian sebagai berikut :
 - a) Seluruh saham dari periode 1993 – 1999, dengan menghubungkan growth dari laba operasi masing-masing perusahaan dalam 2 tahun sebelum periode pengumuman saham bonus.
 - b) Berdasarkan jenis industri, dengan 2 klasifikasi; industri manufaktur dan industri non-manufaktur pada periode 1993-1999, juga dengan didasarkan performansi growth dari laba operasi perusahaan pada masing-masing industri. Hal ini didasarkan dari proses keputusan investasi dengan melakukan identifikasi terlebih dahulu terhadap industri dari masing-masing perusahaan dan ini merupakan resiko yang dimiliki perusahaan dimasing-masing industri (Reilly dan Brown;2000). Berdasarkan periode terjadinya krisis yang menimpa negara Indonesia, yaitu pertengahan 1997 diawal bulan juli (Nancy, Anwar dan Hendratno:1998), batas pemisah adalah jatuh pada periode tahun 1993 sampai dengan bulan Mei'1997 sebagai periode sebelum krisis dan periode setelah krisis adalah Juni 1997 sampai dengan periode 1999. Dasar teoritisnya adalah perubahan kondisi ekonomi dapat mempengaruhi performansi perusahaan, akibat juga akan mempengaruhi reaksi pasar terhadap sesuatu informasi yang diberikan oleh perusahaan.
- 4) Kemudian menghitung deviasi standar dari rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman saham bonus adalah sebagai berikut :

a. Deviasi standar sebelum pengumuman saham bonus :

$$S_{vsb} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=-1} (\bar{X}_{isb} - \bar{X}_{sb})^2}{N-1}}$$

S_{vsb} adalah deviasi standar pada volume perdagangan saham sebelum pengumuman saham bonus, $\bar{X}_{isb}$ adalah rata-rata kumulatif volume perdagangan satu jenis saham sebelum pengumuman saham bonus, $\bar{X}_{sb}$ adalah rata-rata volume perdagangan saham dari seluruh rata-rata volume perdagangan seluruh jenis saham sebelum pengumuman saham bonus dan N adalah jumlah jenis saham sebelum pengumuman saham bonus.

b. Deviasi standar setelah pengumuman saham bonus :

S_{vst} adalah deviasi standar pada volume perdagangan saham setelah

$$S_{vst} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=-1} (\bar{X}_{ist} - \bar{X}_{st})^2}{N-1}}$$

pengumuman saham bonus, $\bar{X}_{ist}$ adalah rata-rata kumulatif volume perdagangan satu jenis saham setelah pengumuman saham bonus, $\bar{X}_{st}$ adalah rata-rata volume perdagangan saham dari seluruh rata-rata volume perdagangan seluruh jenis saham dan N adalah jumlah sampel yang terdapat setelah pengumuman saham bonus.

5) Selanjutnya rumusan hipotesis yang seharusnya diuji adalah sebagai berikut :

a) Hipotesis I:

$H_o : \bar{X}_{isb} = \bar{X}_{ist}$: Tidak ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada semua perusahaan

$H_a : \bar{X}_{isb} \neq \bar{X}_{ist}$: Ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada semua perusahaan

b) Hipotesis II :

$H_o : \bar{X}_{isb} = \bar{X}_{ist}$: Tidak ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di industri manufaktur

$H_a : \bar{X}_{isb} \neq \bar{X}_{ist}$: Ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di industri manufaktur

c) Hipotesis III :

$H_o : \bar{X}_{isb} = \bar{X}_{ist}$: Tidak ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di industri non-manufaktur

$H_a : \bar{X}_{isb} \neq \bar{X}_{ist}$: Ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di industri non-manufaktur

d) Hipotesis IV :

$H_o : \bar{X}_{isb} = \bar{X}_{ist}$: Tidak ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di masa sebelum krisis

$H_a : \bar{X}_{isb} \neq \bar{X}_{ist}$: Ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di masa sebelum krisis

e) Hipotesis V :

$H_o : \bar{X}_{isb} = \bar{X}_{ist}$: Tidak ada perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di masa krisis

$H_a : \bar{X}_{isb} \neq \bar{X}_{ist}$: Ada perbedaan yang signifikan volume

perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada perusahaan perusahaan di masa krisis

6) Uji signifikansi dapat dilakukan dengan melakukan perhitungan nilai t test, yaitu sebagai berikut :

t- test untuk hipotesis I dengan formula :

$$T = \frac{\overline{Xsb} - \overline{Xst}}{\sqrt{\frac{(Na-1)Svsb^2 + (Nb-1)Svst^2}{Na + Nb - 2}} \sqrt{\frac{1}{Na} + \frac{1}{Nb}}}$$

dimana : Na = Jumlah jenis saham sebelum terjadinya event =90

Nb = Jumlah jenis saham sesudah terjadinya event = 90

ti = t test

Berikutnya menentukan tingkat signifikansi dua arah dengan tingkat $\alpha = 0,05$, namun hanya ada satu pengujian menggunakan tingkat $\alpha=0,1$ dan derajat kebebasan (*degree of freedom;df*) sebesar $Na + Nb -2$. Kemudian menentukan kriteria pengujian hipotesis yaitu sebagai berikut:

Ho ditolak jika $t < (-ta/s2)$ atau $t > (ta/s2)$

Ho diterima jika $-ta/s2 < t < ta/s2$

Hasil dari pengujian hipotesa diakhiri dengan membuat kesimpulan pada masing-masing hipotesis.

UJI EMPIRIS DAN HASIL

Jumlah sampel yang terpilih adalah sebanyak 110 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dengan rentangan periode dari 1993 sampai dengan 1999. Penulis melakukan filterisasi terhadap 110 perusahaan, dengan cara menghilangkan perusahaan yang tidak memiliki jumlah volume perdagangan saham secara kumulatif. dan ternyata hanya 90 perusahaan yang benar-benar terpilih sebagai sampel yang akan diteliti (lampiran 1).

Penelitian ini dilakukan dengan data harian dari periode 1993 - 1999, data harian diambil disekitar pengumuman saham bonus yang tujuannya untuk

dapat melakukan perbandingan pola perdagangan saham, artinya apakah ada perbedaan pola perdagangan saham setelah dilakukannya pengumuman saham bonus.

A. Komposisi Perusahaan

Pada lampiran 2 memperlihatkan komposisi perusahaan dengan pertumbuhan laba operasi dalam 2 tahun sebelum melakukan pengumuman saham bonus. Komposisi perusahaan dari sisi pertumbuhan laba operasi dijelaskan secara detil, yaitu sebagai berikut :

- 1) Jumlah perusahaan dengan pertumbuhan laba operasi dibawah 0% sebanyak 19.
- 2) Total perusahaan dengan pertumbuhan laba operasi diantara 0% sampai dengan 49% sebanyak 33.
- 3) Total perusahaan dengan pertumbuhan laba operasi diantara 50 sampai dengan 100% adalah sebanyak 24.
- 4) Total jumlah perusahaan dengan pertumbuhan laba operasi sama dengan atau lebih dari 100% sebanyak 13.

Dengan klasifikasi komposisi diatas menunjukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman saham bonus secara umum lebih banyak memiliki kinerja, yaitu dengan total 70 perusahaan memiliki kinerja operasi yang baik dengan pertumbuhannya lebih dari 0%. Sedangkan sisanya, yaitu 19 perusahaan memiliki kinerja yang buruk dengan pertumbuhan operasi dibawah 0% dan 1 perusahaan data pertumbuhan tidak didapat.. Komposisi tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman saham bonus dapat diartikan sebagai signal yang baik kepada pasar. Dengan rincian statistik deskriptif untuk pertumbuhan laba operasi adalah sebagai berikut :

Tabel 1 Komposisi Pertumbuhan Laba Operasi

Deskripsi	Mean (000.000)	Median (000.000)	Stdev (000.000)	Max (000.000)	Min (000.000)
Tahun 1 Bfr.Ann	-18.749	30.564	1.296.592	2.599.722	-11.755.284
Tahun 2 Bfr.Ann	93.102	26.279	295.197	2.526.403	1.188
Earning Growth	2,66%	30,8%	371,12%	423%	-3.375%

Tabel 1 menunjukkan bahwa secara keseluruhan kinerja operasi perusahaan, terlihat tidaklah begitu baik dan tinggi, hanya memiliki mean 2,66% dengan perbedaan cukup besar antara nilai maksimum dan minimum, deviasi yang cukup besar sebesar 371,12% pada pertumbuhan laba operasi.. Namun pada lampiran 2 pengelompokan dengan didasarkan rangking, ada sejumlah perusahaan memiliki kinerja operasi yang baik.

B. Hasil Uji Perbandingan Rata-Rata

Ada lima hipotesa yang akan diuji dengan menggunakan dan menganalisa data tersebut. Reaksi pasar dapat diketahui dengan melakukan perbandingan secara rata-rata diantara sebelum dan setelah terjadinya suatu peristiwa, yaitu pengumuman saham bonus.

Hipotesa I

Pada hipotesa I bertujuan untuk menguji apakah ada perbedaan pola perdagangan saham secara signifikan untuk semua perusahaan sebelum dan setelah pengumuman saham bonus. hasilnya adalah sebagai berikut :

1. Terbukti terjadi perbedaan rata-rata volume perdagangan saham yang signifikan antara sebelum dan setelah saham bonus, dengan menolak H_0 dan menerima hipotesa alternatif. Hal ini disebabkan hasil uji t adalah 2,425 . hasil tersebut lebih dari pada batas atas 1,980 dan menunjukkan signifikan yaitu dengan tingkat signifikansi 0,017 dibawah 0,025 (*confidence level* 95% dengan *two sided*). Pada tabel 2 juga memperlihatkan *summary* hasil pengujian yang telah dilakukan yaitu sebagai berikut :

Tabel 2 Statistik Deskriptif Hasil Pengujian Hipotesa I

Deskripsi	Mean	Median	stdev	Max	Min	Hasil Uji t	Sign.
Before Ann	4.509.290	231.805	15.290.318	119.569.500	200		
After-Ann	3.058.888	363.575	10.562.554	83.713.000	500		
Before-After Announcement	1.450.402	333.250	5.674.552	119.569.500	200	2,425	0,17

2. Perbedaan rata-rata itu mengindikasikan adanya penurunan yang cukup berarti sebelum dan setelah, artinya setelah adanya pengumuman saham bonus terjadi penurunan volume perdagangan saham. Kondisi ini disebabkan isi informasi pengumuman saham bonus tidak menarik atau

dapat dikatakan sebagai *signal* negatif, atau sebaliknya dimana para pelaku pasar telah bereaksi lebih dahulu sebelum terjadinya pengumuman saham bonus, seperti yang diungkapkan oleh Pettit (1972). Hal ini dimungkinkan dengan komposisi pertumbuhan laba operasi yang diperlihatkan pada lampiran 2, maka para pelaku pasar memanfaatkan akses informasi yang telah diterima lebih dahulu sebelum dilakukan pengumuman sesungguhnya. Artinya bahwa pengumuman saham bonus memberikan *signal* positif, hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman saham bonus secara umum memperlihatkan kinerja yang baik (Hartono;2000).

Hipotesa II

Hipotesa II berisi mengenai keinginan peneliti untuk melakukan pengujian terhadap volume perdagangan saham dengan didasarkan klasifikasi industri, klasifikasi dilakukan dalam 2 bagian ; 1) klasifikasi industri manufaktur dan, 2) klasifikasi industri non-manufaktur. Setiap industri memiliki resiko yang berbeda-beda, karena masing-masing industri mempunyai tingkat performansi yang berbeda dengan tingkat resiko tertentu (Reilly dan Brown;2000).

Hasilnya adalah tidak terjadi perbedaan rata-rata dalam pola perdagangan saham secara signifikan, hal ini disebabkan hasil uji t sebesar 1,115, artinya nilai tersebut berada pada area penerimaan H_0 , karena t tabel dengan *degree of freedom* 88 ($45+45-2$) yang menunjukkan nilai sebesar 2. Pada lampiran 3 menunjukkan daftar perusahaan klasifikasi industri manufaktur, serta *earning growth* dalam 2 tahun terakhir sebelum melakukan pengumuman saham bonus. Hasil dari statistik deskriptif untuk pertumbuhan laba operasi perusahaan menunjukkan secara rata-rata cukup baik dengan mean berkisar 39% dan komposisi dengan negative *earning growth* hanya berjumlah 11 perusahaan dari total 45 perusahaan. Hal ini sebenarnya dapat dikatakan secara keseluruhan cukup baik kinerja operasi perusahaan-perusahaan di industri manufaktur. Tetapi kenyataannya bahwa pengumuman saham bonus tidak direspon oleh para pelaku pasar sebagai *signal* positif. Hasil pengujian untuk hipotesa II juga dapat dilihat pada tabel 3 dibawah ini :

Tabel 1 menunjukkan bahwa secara keseluruhan kinerja operasi perusahaan, terlihat tidaklah begitu baik dan tinggi, hanya memiliki mean 2,66% dengan perbedaan cukup besar antara nilai maksimum dan minimum, deviasi yang cukup besar sebesar 371,12% pada pertumbuhan laba operasi.. Namun pada lampiran 2 pengelompokan dengan didasarkan rangking, ada sejumlah perusahaan memiliki kinerja operasi yang baik.

B. Hasil Uji Perbandingan Rata-Rata

Ada lima hipotesa yang akan diuji dengan menggunakan dan menganalisa data tersebut. Reaksi pasar dapat diketahui dengan melakukan perbandingan secara rata-rata diantara sebelum dan setelah terjadinya suatu peristiwa, yaitu pengumuman saham bonus.

Hipotesa I

Pada hipotesa I bertujuan untuk menguji apakah ada perbedaan pola perdagangan saham secara signifikan untuk semua perusahaan sebelum dan setelah pengumuman saham bonus. hasilnya adalah sebagai berikut :

1. Terbukti terjadi perbedaan rata-rata volume perdagangan saham yang signifikan antara sebelum dan setelah saham bonus, dengan menolak H_0 dan menerima hipotesa alternatif. Hal ini disebabkan hasil uji t adalah 2,425 . hasil tersebut lebih dari pada batas atas 1,980 dan menunjukkan signifikan yaitu dengan tingkat signifikansi 0,017 dibawah 0,025 (*confidence level* 95 % dengan *two sided*). Pada tabel 2 juga memperlihatkan *summary* hasil pengujian yang telah dilakukan yaitu sebagai berikut :

Tabel 2 Statistik Deskriptif Hasil Pengujian Hipotesa I

Deskripsi	Mean	Median	stdev	Max	Min	Hasil Uji t	Sign.
Before Ann	4.509.290	231.805	15.290.318	119.569.500	200		
After-Ann	3.058.888	363.575	10.562.554	83.713.000	500		
Before-After Announcement	1.450.402	333.250	5.674.552	119.569.500	200	2,425	0,17

2. Perbedaan rata-rata itu mengindikasikan adanya penurunan yang cukup berarti sebelum dan setelah, artinya setelah adanya pengumuman saham bonus terjadi penurunan volume perdagangan saham. Kondisi ini disebabkan isi informasi pengumuman saham bonus tidak menarik atau

dapat dikatakan sebagai *signal* negatif, atau sebaliknya dimana para pelaku pasar telah bereaksi lebih dahulu sebelum terjadinya pengumuman saham bonus, seperti yang diungkapkan oleh Pettit (1972). Hal ini dimungkinkan dengan komposisi pertumbuhan laba operasi yang diperlihatkan pada lampiran 2, maka para pelaku pasar memanfaatkan akses informasi yang telah diterima lebih dahulu sebelum dilakukan pengumuman sesungguhnya. Artinya bahwa pengumuman saham bonus memberikan *signal* positif, hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman saham bonus secara umum memperlihatkan kinerja yang baik (Hartono;2000).

Hipotesa II

Hipotesa II berisi mengenai keinginan peneliti untuk melakukan pengujian terhadap volume perdagangan saham dengan didasarkan klasifikasi industri, klasifikasi dilakukan dalam 2 bagian ; 1) klasifikasi industri manufaktur dan, 2) klasifikasi industri non-manufaktur. Setiap industri memiliki resiko yang berbeda-beda, karena masing-masing industri mempunyai tingkat performansi yang berbeda dengan tingkat resiko tertentu (Reilly dan Brown;2000).

Hasilnya adalah tidak terjadi perbedaan rata-rata dalam pola perdagangan saham secara signifikan, hal ini disebabkan hasil uji *t* sebesar 1,115, artinya nilai tersebut berada pada area penerimaan H_0 , karena *t* tabel dengan *degree of freedom* 88 ($45+45-2$) yang menunjukkan nilai sebesar 2. Pada lampiran 3 menunjukkan daftar perusahaan klasifikasi industri manufaktur, serta *earning growth* dalam 2 tahun terakhir sebelum melakukan pengumuman saham bonus. Hasil dari statistik deskriptif untuk pertumbuhan laba operasi perusahaan menunjukkan secara rata-rata cukup baik dengan mean berkisar 39% dan komposisi dengan negative *earning growth* hanya berjumlah 11 perusahaan dari total 45 perusahaan. Hal ini sebenarnya dapat dikatakan secara keseluruhan cukup baik kinerja operasi perusahaan-perusahaan di industri manufaktur. Tetapi kenyataannya bahwa pengumuman saham bonus tidak direspon oleh para pelaku pasar sebagai *signal* positif. Hasil pengujian untuk hipotesa II juga dapat dilihat pada tabel 3 dibawah ini :

Tabel 5 Hasil Pengujian Hipotesa IV

Deskripsi	Mean	Median	stdev	Max	Min	Hasil Uji t	Sign.
Earning Growth	46,92%	43,79%	87,78%	423%	287,54%		
Before Ann	1.413.125	174.350	3.708.275	19.030.000			
After Ann	1.053.925	260.000	2.563.561	17.246.000			
Before-After Announcement	359.199	199.750	2.515.873	19.030.000	200	1.115	0,269

Hipotesa V

Hipotesa V merupakan hipotesa yang berkeinginan untuk membuktikan bahwa apakah ada perbedaan pola volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus pada masa krisis. Sampel yang terpilih hanya 29 perusahaan (lampiran 6). Hasil uji t sebesar 2,245 lebih besar dari nilai table t 2,048 dengan *confidence level* 90% dan *degree of freedom* sebesar 56, artinya hasil uji t tersebut berada pada area penolakan H_0 . Maka hasilnya menerima hipotesa alternatif dengan tingkat signifikansi 0,033 lebih kecil dari 0,05 (0,1 dibagi 2 dengan two sided). Pengumuman saham bonus memberikan signal yang mengakibatkan pasar bereaksi, reaksi yang terjadi adalah adanya kecenderungan reaksi negatif, dapat dilihat pada mean yang diperoleh sebelum pengumuman saham bonus lebih besar dari pada setelah pengumuman saham bonus. Pada tabel 6 menunjukan hasil uji hipotesa V, yaitu sebagai berikut :

Tabel 6 Hasil Pengujian Hipotesa V

Deskripsi	Mean	Median	stdev	Max	Min	Hasil Uji t	Sign.
Earning Growth	-88,92%	8,80%	635,42%	153,23%	-3.375,76%		
Before Ann	11.021.914	1.615.500	25.472.533	119.569.500			
After Ann	7.276.224	775.000	17.702.096	83.713.000			
Before-After Announcement	3.745.690	1.126.750	8.985.415	119.569.500	500	2,245	0,033

Namun tidak tertutup kemungkinan bahwa pasar telah bereaksi terlebih dahulu, sebelum terjadi pengumuman saham bonus, artinya pasar bereaksi positif terhadap pengumuman saham bonus. Namun, jika dilihat statistik deskriptif dari pertumbuhan laba operasi perusahaan, maka perusahaan-perusahaan secara rata-rata banyak mengalami kesulitan dengan hasil mean minus 88,92%, tetapi hasil ini lemah karena ada hasil negatif growth yang sangat rendah sekali.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan membuktikan adanya reaksi terhadap suatu peristiwa, yaitu peristiwa pengumuman saham bonus. Pengukuran reaksi pasar dengan menggunakan volume perdagangan saham disekitar terjadinya peristiwa tersebut, dengan melakukan perbandingan volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman saham bonus. Kemudian untuk lebih memperkuat daya analisa, maka digunakan pertumbuhan laba operasi sebagai indikator untuk menentukan komposisi perusahaan.

Dengan data pertumbuhan laba operasi tersebut dapat ditentukan komposisi perusahaan yang melakukan pengumuman saham bonus dan dapat diketahui bagaimana kinerja operasi perusahaan tersebut. Data ini juga membantu untuk melakukan prediksi performansi perusahaan dimasa yang akan datang, hal ini merupakan faktor fundamental yang dikembangkan oleh setiap pelaku pasar. Pengujian dilakukan melalui, yaitu sebagai berikut :

1. Perbandingan dilakukan secara keseluruhan bagi semua perusahaan.
2. Perbandingan dilakukan dengan mengklasifikasikan perusahaan-perusahaan kedalam 2 jenis industri; 1) industri manufaktur, 2) industri non-manufaktur.
3. Perbandingan dilakukan dengan mengkaitkan masa kesulitan yang dihadapi perusahaan, yaitu; 1) masa sebelum krisis, 2) masa krisis.

Pada bagian pertama menentukan secara keseluruhan apakah ada perbedaan pola volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman saham bonus. Hasil pengujian menunjukan adanya perbedaan yang signifikan. Reaksi mempunyai kecenderungan negative , dengan rata-rata volume perdagangan saham sebelum pengumuman saham bonus lebih besar daripada rata-rata volume perdagangan saham setelah peristiwa tersebut. Artinya bahwa peristiwa itu mempunyai pengaruh negatve terhadap pasar. Namun apabila reaksi telah dilakukan terlebih dahulu oleh sejumlah *investor/trader* sebelum pengumuman saham bonus dilakukan, maka telah terjadi sejumlah *investor/trader* tersebut memanfaatkan akses informasi yang telah diterima lebih dahulu. Pembuktian atas kejadian itu perlu dilakukan penelitian lebih jauh.

Pada bagian kedua tersebut didasari bahwa jenis industri memiliki karakteristik yang spesifik yang akan mengakibatkan adanya resiko yang berbeda diantara setiap jenis industri. Dengan didasari hal itu, maka perlu dilakukan

pengujian bahwa terbukti ada perbedaan reaksi pasar terhadap terjadinya pengumuman saham bonus diantara industri manufaktur dan non-manufaktur. Kemudian juga dibuktikan bahwa meskipun perusahaan-perusahaan di industri manufaktur memiliki pertumbuhan laba yang lebih baik, namun peristiwa tersebut tidak direspon atau tidak ada reaksi pasar. Namun pada perusahaan-perusahaan di industri non-manufaktur, peristiwa pengumuman saham bonus menimbulkan reaksi, reaksi pasar mempunyai tendensi negative dan signifikan terhadap pengumuman saham bonus. Hasil ini juga didukung analisa fundamental dengan pertumbuhan laba operasi yang negative. Hasil ini dapat juga diartikan berkebalikan, karena secara komposisi, perusahaan-perusahaan di industri non-manufaktur yang memiliki pertumbuhan laba operasi negative hanya 11 dari 45 perusahaan dan ditambah lagi adanya perbedaan yang sangat jauh antara nilai maksimum dengan minimum, maka kemungkinan dapat terjadi adanya sejumlah investor/trader memanfaatkan akses informasi yang telah diterima lebih dahulu. Konklusi ini juga perlu dibuktikan melalui penelitian yang lebih dalam.

Pada bagian ketiga didasari adanya perbedaan resiko yang terjadi pada periode tertentu, yaitu bahwa kondisi ekonomi, politik dan social pada suatu negara dapat mempengaruhi performansi perusahaan. Perubahan kondisi tersebut apabila mengarah kearah lebih buruk, maka jelas akan meningkatkan resiko perusahaan-perusahaan.

Dengan didasari perbedaan resiko dari periode yang menunjukkan adanya perbedaan kondisi, maka hal ini akan mempengaruhi reaksi pasar, artinya reaksi pasar terhadap pengumuman saham bonus akan berbeda antara sebelum masa krisis dan masa krisis. Hasilnya menunjukkan bahwa pada periode masa sebelum krisis tidak ada reaksi pasar, meskipun secara keseluruhan pertumbuhan laba operasi perusahaan menunjukkan kinerja operasi yang baik. Namun hasil pengujian yang pada periode masa krisis, menunjukkan hasil reaksi pasar negatif yang signifikan dan didukung oleh performansi bahwa performansi pertumbuhan laba operasi lebih buruk. Hasil ini juga dapat diartikan sebaliknya, karena sebenarnya dilihat dari komposisi perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan laba operasi negative jumlahnya 10 perusahaan, dengan 1 perusahaan memiliki nilai negative yang sangat tinggi sekali, maka menunjukkan perbedaan yang sangat besar dan akan memberikan nilai secara rata-rata yang sangat rendah secara keseluruhan. Ada kemungkinan

reaksi sebenarnya bersifat positif, artinya bahwa para pelaku pasar telah memanfaatkan terlebih dahulu sebelum peristiwa tersebut terjadi. Tetapi konklusi ini juga harus dibuktikan melalui penelitian yang lebih dalam.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph dan Swary, Itzhak (1980), *"Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis"*, Journal of Finance Vol. XXXV, No. 1, March, pp. 1-21.
- Ball, Ray dan Brown, Phillip (1968), *"An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers"*, Journal of Accounting Research, (Autumn), pp. 157-178.
- Bamber, Linda Smith (1986), *"The Information Content of Annual Earning Releases: A Trading Approach"*, Journal of Accounting Research, Vol. 24, No. 1, Spring, pp. 40-56.
- Beaver, W. (1968), *"The Information Content of Annual Earnings Announcements"*, Journal of Accounting Research, Supplement, pp. 67-92.
- Belkoui, A. (2000), Accounting Theory, 4th Edition, Thomson Learning.
- Jaka F. Cahyono (1999), Menjadi Manajer Investasi Bagi Diri Sendiri, Edisi 1, PT. Pustaka Gramedia Pustaka Utama.
- Cohen, Jerome B., Zindbarg, Edward D. dan Zeikel, Arthur (1987), Investment Analysis and Portfolio Management, 5th Edition, Irwin, Inc.
- Crawford, Dean and Franz, Diana R. (2001), *"Stock Dividends and Splits: Anticipation, Signaling, and Market Response"*, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 16, No. 2, Spring, pp. 141-166.
- Damodaran, Aswath (1994), Security Analysis for Investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc.
- Fama, Eugene F (1970), *"Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work"*, Journal of Finance, Vol. 25, May, pp. 383-420.
- Fama, Eugene F (1991), *"Efficient Capital Market: II"*, Journal of Finance, Vol. 5, December, pp. 1575-1617.

- Foster, G (1986), *Financial Statement Analysis*, 2nd Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- H.M. Jogiyanto (2000), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 2, September, BPFE-Yogyakarta.
- [Http://www.e-samuel.com/markets/news](http://www.e-samuel.com/markets/news)
- Husnan, Suad., Mamduh M. Hanafi, dan Amin Wibowo (1996), "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan", *Kelola*, No. 11/IV/1996, h. 110-125.
- Jones, Charles P. (1998), *Investment: Analysis and Management*, 6th ed. New York: John Wiley & Sons.
- Lakonishok, Josef and Lev, Baruch (1987), "Stock Split and Stock Dividends: Why, Who and When", *Journal of Finance*, Vol. XLII, No. 4, September, pp. 913-932.
- Lintner, John (1956), "Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earning and Taxes", *American Economic Review*, May, pp. 97-113.
- Mc. Clave and Sincich (2000), *Statistics*, 8th ed., Prentice Hall.
- Morse, Dale (1981), "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination", *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, No. 2, Autumn, pp. 374-383.
- Nancy, Cicilia, Anwar, Chairil dan Hendratno, Sinung (1998), "Tingkat Kesejahteraan Petani Karet di Dalam Kondisi Krisis Moneter", *Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, Vol. XLVI, No. 4.
- O. Kim and Verrechia, Robert E. (1991a), "Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 302-321.
- Peterson, P.P. (1989), "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 28, No. 3, Summer, pp. 36-66.

- Pettit, R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. XXVII, December, pp. 993-1007.
- Reilly, Frank K. and Brown, Keith C. (2000), *Investment Analysis and Portfolio Management*, 6th edition, The Dryden Press, Dryden.
- Santoso, Singgih (2001), *SPSS Versi 10: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT. Elex Media Computindo, Kelompok Gramedia-Jakarta.
- Skousen, K. Fred, Stice, James and Stice, Earl. K. (1998), *Intermediate Accounting*, 13th Edition, South-Western College Publishing.
- Sunariyah (1997), *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Pertama, Akademi Manajemen Perusahaan YKPN.
- Supriyadi (1999), *The Predictive Ability of Earnings versus Cash Flow Data to Predict Future Cash Flows: A Firm-Specific Analysis*, Vol. 1, No. 2, September, pp. 113-132.
- Verrecchia, Robert E. (1981), "On the Relationship Between Volume Reaction and Consensus of Investors: Implication for Interpreting Tests of Information Content", *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, No. 1, Spring, pp. 271-283.
- Wilson, G.P. (1987), "The Incremental Information Content of The Accrual and Funds Components of Earnings After Controlling for Earnings", *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 2, pp. 293-322.
- Zikmund, William G. (2000), *Business Research Methods*, Sixth Edition, The Dryden Press.