

**PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP REAKSI PASAR
YANG DIMODERASI *INVESTMENT OPPORTUNITY SET***

Monica Weni Pratiwi
Universitas Bakrie

Jl. H.R. Rasuna Said Kav C-22, Kuningan, Jakarta Selatan – 12920 Indonesia
monica_wenii@yahoo.co.id

Ridha Cyntia Dewi
Universitas Bakrie

Jl. H.R. Rasuna Said Kav C-22, Kuningan, Jakarta Selatan – 12920 Indonesia

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar dengan Peluang Investasi sebagai variabel moderasi. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan dengan pasar untuk rasio buku aktiva sebagai variabel moderasi, ukuran perusahaan dengan pasar untuk rasio buku ekuitas sebagai variabel moderasi, ukuran perusahaan dengan harga untuk mendapatkan rasio sebagai variabel moderasi, dan reaksi pasar. Populasi adalah semua perusahaan manufaktur anggota Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008 dan 2009. Sampel yang digunakan adalah 46 sampel yang dihilangkan dengan menggunakan purposive sampling. Metode analisis menggunakan analisis regresi berganda. Pengukuran reaksi pasar menggunakan Abnormal Return kumulatif. Hasil penelitian ini adalah ukuran perusahaan, ukuran perusahaan dengan pasar untuk rasio aset buku sebagai variabel moderasi ukuran, perusahaan dengan rasio pasar untuk buku ekuitas sebagai variabel moderasi, ukuran perusahaan dengan harga untuk mendapatkan rasio sebagai variabel moderasi tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar.

Kata kunci: ukuran perusahaan, pasar untuk rasio buku aset, pasar untuk rasio buku ekuitas, harga untuk mendapatkan rasio, dan reaksi pasar.

Abstract

The objective of this study is to examine influence of firm size toward market reaction with Investment Opportunity Set as moderation variable. The variables used in this research are by firm size, firm size with market to book assets ratio as a moderation variables, firm size with market to book equity ratio as a moderation variable, firm size with price to earning ratio as a moderation variables, and market reaction. The population are all manufacture company member of Indonesia Stock Exchange in 2008 and 2009 periods. The sample are 46 samples that eliminated using purposive sampling. The analysis methods are using multiple regression analysis. The measurement of the market reaction is using Cumulative Abnormal Return. The result of this study are firm size, firm size with market to book assets ratio as a moderation variable, firm size with market to book equity ratio as a moderation variable, firm size with price to earning ratio as moderation variable have no influence toward the market reaction.

Key words : firm size, market to book assets ratio, market to book equity ratio, price to earning ratio, and market reaction.

Pendahuluan

Reaksi yang timbul pada pasar perdagangan saham merupakan respon investor dalam melakukan sebuah investasi. Investasi dapat diartikan sebagai kegiatan menanamkan modal secara langsung maupun tidak langsung dengan harapan untuk mendapat sejumlah keuntungan dari hasil penanaman modal tersebut. Tujuan investor menginvestasikan dana di pasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan dari dana yang diinvestasikan. Bagi investor yang menginvestasikan dananya pada saham suatu perusahaan memiliki tujuan untuk memperoleh pendapatan yang berupa dividen atau *return*. Menurut Fijriyanti dan Jogiyanto (2000) *return* adalah yang dihasilkan dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang telah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan pada masa mendatang.

Selama proses investasi, untuk dapat memperoleh *return* yang tinggi diperlukan sebuah konsep analisis tentang saham. Konsep analisis saham yang telah dikenal luas menurut Husnan (2005) dalam Nugroho (2009) terdiri dari dua hal, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal adalah analisis yang didasarkan pada informasi yang tersedia di publik mengenai saham tersebut, yang meliputi harga saham, volume perdagangan, indeks saham, dan lainnya. Analisis ini disebut juga dengan *market analysis*.

Sedangkan analisis fundamental, memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham. Analisis fundamental terbagi menjadi dua yaitu analisis fundamental internal dan fundamental eksternal. Fundamental internal adalah analisis yang melihat kinerja perusahaan melalui laporan keuangan tahunan. Jika kinerja perusahaan baik, maka harga saham akan diprediksikan naik. Sedangkan analisis eksternal lebih bertumpu pada kondisi ekonomi yang bersifat makro, yaitu analisis yang berdasarkan pada kondisi perekonomian suatu negara. (Natarsyah, 2000) dalam Nugroho (2009).

Analisis fundamental internal pada umumnya lebih banyak digunakan oleh para investor dalam menganalisis peluang investasi. Terdapat beberapa macam analisis fundamental internal. Menurut Ang (1997) dalam Nugroho (2009) analisis faktor fundamental internal terdiri dari rasio solvabilitas, rasio pasar, rasio profitabilitas, dan rasio likuiditas. Rasio-rasio tersebut digunakan untuk menjelaskan kekuatan dan kelemahan kondisi keuangan perusahaan serta memprediksi *return* saham di pasar modal. Namun, menurut Munte (2009) analisis fundamental internal perusahaan dapat dilihat dari keuntungan perusahaan, *profit margin* perusahaan, likuiditas, tingkat *leverage*, dan pertumbuhan perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan yang menjadi salah satu faktor dalam analisis fundamental, menurut Gaver and Gaver (2003) dalam Norpratiwi (2003) merupakan hal yang bersifat melekat dan bersifat tidak dapat diobservasi. Berdasarkan hal tersebut maka diperlukan proksi yang ada di dalam *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS merupakan suatu set yang dapat menggambarkan pertumbuhan perusahaan. Penelitian Smith and Watts (1992); Gaver and Gaver (1993) dalam Norpratiwi (2003); Subekti dan Kusuma (2000); dan Fijrijanti dan Hartono (2000) membuktikan bahwa IOS dapat digunakan sebagai suatu proksi untuk menggambarkan pertumbuhan perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan juga erat kaitannya dengan ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan penelitian Solfida dan Subaedi (2006) dan penelitian Krishnan and Moyer (1996) dalam Prabansari dan Kusuma (2005) ukuran perusahaan tersebut diproksikan dengan nilai logaritma natural dari total aktiva.

Berdasarkan paparan di atas, studi ini mengembangkan kerangka teoritis dan empiris yang terkait dengan pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar yang dimoderasi IOS. Dalam studi ini menggunakan beberapa variabel IOS yang dinilai berpengaruh terhadap *abnormal return* saham yaitu

market to book assets ratio (MVA/BVA), *market to book of equity ratio* (MVE/BVE), *price to earning ratio* (P/E). Oleh karena itu, studi ini meneliti bagaimanakah ukuran perusahaan mempengaruhi reaksi pasar, bagaimanakah ukuran perusahaan yang dimoderasi oleh *market to book assets ratio* (MVA/BVA) mempengaruhi reaksi pasar, ukuran perusahaan yang dimoderasi oleh *market to book of equity ratio* (MVE/BVE) mempengaruhi reaksi pasar, dan ukuran perusahaan yang dimoderasi oleh *price to earning ratio* (P/E) mempengaruhi reaksi pasar.

Membasiskan pada ukuran perusahaan yang dimoderasi IOS mempengaruhi reaksi pasar, studi ini menginvestigasi secara empiris terhadap fenomena yang berkaitan dengan klaim yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap reaksi pasar, ukuran perusahaan yang dimoderasi oleh *market to book assets ratio* (MVA/BVA) berpengaruh terhadap reaksi pasar, ukuran perusahaan yang dimoderasi oleh *market to book of equity ratio* (MVE/BVE) terhadap terhadap reaksi pasar, dan ukuran perusahaan yang dimoderasi oleh *price to earning ratio* (P/E) berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Studi ini bermanfaat pada pengembangan teori, terutama kajian akuntansi keuangan mengenai ukuran perusahaan dan IOS terhadap reaksi pasar. Studi ini juga bermanfaat bagi calon investor sebagai acuan dalam menganalisis keputusan akuntansi yang hendak dilakukan. Manfaat lain dari studi ini adalah dapat menjadi acuan penelitian sejenis dan pengembangan penelitian selanjutnya.

Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

Ukuran Perusahaan dan Reaksi Pasar

Ukuran perusahaan pada umumnya terbagi menjadi dua yaitu perusahaan kecil dan perusahaan besar. Menurut Rahina (2003), perusahaan kecil adalah perusahaan yang memiliki kinerja keuangan kurang baik, *leverage financial*-nya tinggi, dan merupakan produsen yang tidak efisien. Sedangkan perusahaan besar adalah perusahaan yang memiliki kinerja lebih efisien dan menguntungkan walaupun kondisi ekonomi keseluruhan tumbuh dengan lamban. Perusahaan besar memiliki karakteristik harga saham yang kurang sensitif terhadap perekonomian karena makin besar ukuran perusahaan, aset yang dimiliki akan semakin besar dan harga sahamnya akan semakin tinggi serta cenderung menguat. Selain itu, menurut Dyl (2002) dalam Solfida dan Subaedi (2006) juga menyatakan bahwa karakteristik lain perusahaan besar adalah kemampuan untuk menghasilkan laba yang lebih besar sehingga peluangnya untuk mendapatkan dana di dalam sebuah pasar modal juga akan lebih tinggi dibanding perusahaan kecil serta kemampuannya dalam melakukan diversifikasi yang dapat mengurangi risiko usaha.

Variasi *abnormal return* dari saham-saham yang berkaitan dengan ukuran perusahaan dipengaruhi oleh beta perusahaan. Hal tersebut disebabkan perubahan risiko saham dan obligasi selama pergerakan *return* yang terjadi menurut Ferson and Harvey (1991) dalam Rahina (2003). Perusahaan kecil yang memiliki kapitalisasi rendah lebih terbuka kepada risiko. Perusahaan-perusahaan tersebut lebih memilih memperoleh dana yang bersumber dari kreditur dibandingkan investor. Dana yang diperoleh dari kreditur dipandang lebih mudah bagi perusahaan-perusahaan yang berskala kecil karena persyaratan yang diperlukan untuk mendapatkan pinjaman dana relatif tidak sulit dibandingkan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek. Sedangkan perusahaan besar lebih bersifat sebaliknya yaitu memilih untuk memperoleh dana yang bersumber dari investor.

Menurut Bhardwaj and Brooks (1993) dalam Rahina (2003) terdapat perbedaan yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* dan risiko sistematis yang terjadi pada pasar *bullish* dan *bearish*. Saham-saham perusahaan besar berhubungan signifikan negatif dengan *excess return* pada pasar *bullish* dan saham-saham perusahaan kecil berhubungan signifikan positif dengan *excess return* pada pasar *bearish*.

Pasar *bullish* adalah kondisi pasar yang memiliki kecenderungan harga naik. Hal ini ditandai kecenderungan peningkatan harga-harga saham atau indeks pasar yang mengakibatkan *return* pasar saat itu mampu menembus rata-rata *return* pasar selama periode pengamatan ataupun jika terjadi penurunan harga tidak akan melewati batas rata-rata *return* pasar yang terjadi. Sedangkan, istilah pasar *bearish* adalah kondisi saat kecenderungan terjadi penurunan harga di pasar saham (Rahina, 2003). Menurut penelitian Hodgson and Clarke (1998) dalam Rahmawati (2009) menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Laba dan nilai buku tidak memiliki relevansi signifikan jika diregresi bersama, namun jika ditambah dengan variabel ukuran perusahaan akan menunjukkan relevansi yang sangat signifikan.

Indikasi mengenai *return* pada perusahaan kecil berbeda dengan perusahaan besar, ternyata tidak dapat dijelaskan perbedaannya oleh teori-teori mengenai *asset pricing*, termasuk *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory*. Penelitian lainnya dilakukan oleh Bamber (1986) dalam Harjoto *et.al.* (2008) yang menemukan bahwa *volume* perdagangan pasar saham yang mengukur aktivitas investor berkaitan dengan pengumuman *earnings* berbanding terbalik dengan ukuran perusahaan. Atiase (1985) dalam Harjoto *et.al.* (2008) juga menunjukkan bahwa reaksi pasar yang diindikasikan dengan perubahan yang fluktuatif dalam harga saham berhubungan negatif dengan *market value equity* atau *size* perusahaan.

Penelitian serupa lainnya juga dilakukan oleh Freeman (1987) dalam Harjoto *et.al.* (2008) yang hasilnya menunjukkan bahwa reaksi pasar atas pengumuman *earning* pada perusahaan besar terjadi lebih awal dibanding perusahaan kecil. *Abnormal return* pada perusahaan kecil lebih merespon secara signifikan saat terjadi pengumuman *earnings*. Hal ini menandakan informasi publik atas sebuah perusahaan tersedia lebih banyak pada perusahaan besar. Perusahaan besar lebih mempunyai banyak informasi yang tersedia di pasar sehingga mampu mengurangi asimetri informasi antara investor dengan perusahaan sehingga harga pada perusahaan besar bersifat lebih stabil dan memiliki *abnormal return* yang tidak terlalu tinggi dibanding perusahaan kecil. Sehingga, reaksi pasar kumulatif merupakan prediktor *earnings* yang akan datang lebih cocok untuk diterapkan pada perusahaan besar dibanding perusahaan kecil (Harjoto *et.al.*, 2008).

Rahina (2003) melakukan penelitian yang menganalisis pengaruh ukuran perusahaan dan beta terhadap *return* saham. Penelitian ini menghasilkan sebuah kesimpulan bahwa variabel beta saham memberikan pengaruh signifikansi negatif (positif) terhadap *return* saham pada kondisi pasar *bullish* (*bearish*) dan variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikansi negatif (positif) terhadap *return* saham pada kondisi pasar *bullish* (*bearish*).

Informasi atas sebuah perusahaan besar lebih banyak tersedia di publik dibanding perusahaan kecil. Keadaan ini memungkinkan timbulnya asimetri informasi antara investor dengan manajemen perusahaan. Investor pada umumnya mengandalkan isu-isu yang berkaitan dengan perusahaan tersebut dan sedang beredar di masyarakat untuk mengurangi asimetri informasi. Isu-isu ini biasa disebut dengan *whispers*. Harjoto *et.al.* (2008) lebih berfokus terhadap pengaruh *whispers* dan ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reaksi pasar untuk *whispers* sebuah perusahaan berbanding terbalik dengan ukuran perusahaan. Berdasarkan penelitian sebelumnya akan diuji:

H₁ : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap reaksi pasar

Investment Opportunity Set dan Reaksi Pasar

Penelitian Norpratiwi (2003) menggunakan rasio yang digunakan untuk menggambarkan pertumbuhan perusahaan yang terdiri atas MVE/BVE, MVA/BVA, CAP/BVA, dan P/E. Berdasarkan keempat rasio tersebut diperoleh hasil bahwa semakin tinggi MVA/BVA akan semakin tinggi pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan perusahaan memiliki korelasi signifikan positif terhadap *abnormal return* saham. Kedua, MVE/BVE memiliki korelasi positif terhadap *return* saham. Semakin tinggi MVE/BVE maka akan semakin tinggi pula *abnormal return* saham tersebut. CAP/BVA juga memiliki korelasi positif terhadap *abnormal return* saham sama seperti MVE/BVE dan MVA/BVA. P/E tidak memiliki korelasi yang negatif dan tidak signifikan terhadap *abnormal return* saham.

Penelitian Iswahyuni dan Suryanto (2002) mengelompokkan sampel perusahaan dengan *common factor analysis* menjadi perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh serta menggunakan tiga proksi IOS yaitu MVA/BVA, MVE/BVE dan *variance to total return* (Varret). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki perubahan harga saham yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Subekti dan Kusuma (2000) juga melakukan penelitian serupa dan menggunakan lima macam proksi antara lain MVE/BVE, MVA/BVA, CAP/BVA, dan P/E serta PPE/BVA. Hasil yang diperoleh atas penelitian tersebut adalah tidak terdapat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan *abnormal return* saham. Hal ini disebabkan MVA/BVA, CAP/BVA, dan MVE/BE yang memiliki korelasi positif dengan pertumbuhan perusahaan sedangkan P/E dan PPE/BVA memiliki korelasi yang sebaliknya terhadap pertumbuhan perusahaan. Sehingga, untuk menggambarkan pertumbuhan perusahaan tidak cukup hanya menggunakan beberapa proksi IOS karena tidak merefleksikan pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya.

Prasetyo (2000) menggunakan metode *common factor analysis* seperti yang dilakukan oleh Iswahyuni dan Suryanto (2002) untuk mengkategorikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Variabel yang digunakan sebagai proksi IOS penelitian tersebut antara lain MVA/BVA, MVE/BVE, P/E, dan *total capital expenditures to book total assets* (RACTE). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa MVA/BVA dan MVE/BVE memiliki korelasi positif dengan kebijakan pendanaan, kebijakan deviden, kebijakan kompensasi, beta dan perbedaan reaksi pasar.

Penelitian selanjutnya dilakukan Anugrah (2009) bertujuan menguji pengaruh IOS sebagai proksi pertumbuhan suatu perusahaan terhadap *return* saham perusahaan manufaktur. Penelitian ini menggunakan empat proksi IOS yaitu MVA/BVA, CAP/BVA, MVE/BVE, dan P/E. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa yaitu MVA/BVA dan MVE/BVE memiliki pengaruh positif, sedangkan CAP/BVA dan P/E tidak memiliki pengaruh positif.

Ukuran Perusahaan, Market to Book Value Assets Ratio, dan Reaksi Pasar

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Hodgson and Clarke (1998) dalam Rahmawati (2009), Atiase (1985) dalam Harjoto *et. al.* (2008), dan Freeman (1987) dalam Harjoto *et. al.* (2008) mengenai ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar, membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* saham atau reaksi pasar. Penelitian Norpratiwi (2003), Prasetyo (2000), dan Anugrah (2009) mengenai IOS yang diproksikan dengan MVA/BVA terhadap reaksi pasar, membuktikan bahwa MVA/BVA memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar atau *abnormal return* saham. Berdasarkan penelitian-penelitian di atas, maka hipotesis yang akan diuji :

H₂ : Ukuran perusahaan yang dimoderasi *market to book value asset ratio* berpengaruh terhadap reaksi pasar

Ukuran Perusahaan, *Market to Book Value Equity Ratio*, dan Reaksi Pasar

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Hodgson and Clarke (1998) dalam Rahmawati (2009), Atiase (1985) dalam Harjoto *et. al.* (2008), dan Freeman (1987) dalam Harjoto *et. al.* (2008) mengenai ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar, membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* saham atau reaksi pasar. Penelitian Norpratiwi (2003), Prasetyo (2000), dan Anugrah (2009) mengenai IOS yang diproksikan dengan MVE/BE terhadap reaksi pasar, membuktikan bahwa MVE/BVE memiliki pengaruh yang sama seperti MVA/BVA yaitu positif signifikan terhadap reaksi pasar atau *abnormal return* saham. Berdasarkan penelitian-penelitian di atas, maka hipotesis yang akan diuji :

H₃ : Ukuran perusahaan yang dimoderasi *market to book value equity ratio* berpengaruh terhadap reaksi pasar

Ukuran Perusahaan, *Price to Earning Ratio* dan Reaksi Pasar

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Hodgson and Clarke (1998) dalam Rahmawati (2009), Atiase (1985) dalam Harjoto *et. al.* (2008), dan Freeman (1987) dalam Harjoto *et. al.* (2008) mengenai ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar, membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* saham atau reaksi pasar. Banyak penelitian mengenai P/E *ratio* terhadap reaksi pasar telah dilakukan. Penelitian Subekti dan Kusuma (2000) membuktikan bahwa P/E memiliki korelasi negatif terhadap *abnormal return* saham. Norpratiwi (2003) dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa P/E tidak memiliki korelasi terhadap *abnormal return* saham. Prasetyo (2000) menyatakan bahwa P/E tidak memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* saham. Sedangkan menurut Anugrah (2009) P/E tidak memiliki pengaruh positif terhadap *abnormal return* saham. Berdasarkan penelitian-penelitian di atas, maka hipotesis yang akan diuji:

H₄ : Ukuran perusahaan yang dimoderasi *price to earning ratio* berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Metode Penelitian

Populasi dalam studi ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar dan menerbitkan saham pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2009. Proses pengambilan sampel dalam studi ini adalah *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan memiliki kelengkapan data dan informasi yang dibutuhkan untuk proses penelitian.
2. Laporan keuangan perusahaan menggunakan mata uang rupiah.
3. Perusahaan memperoleh laba tahunan yang positif selama dua tahun berturut-turut.
4. Perusahaan tidak memiliki ekuitas yang negatif selama dua tahun berturut-turut.
5. Perusahaan melakukan transaksi perdagangan saham selama tujuh hari dalam *windows period* penelitian.

Sumber data yang digunakan dalam studi ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan serta data penutupan harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama tujuh hari, dimulai dengan hari ketiga sebelum pengumuman laporan keuangan tahunan perusahaan sampai dengan tiga hari setelah laporan keuangan dikeluarkan. Metode penggunaan sampel data pada rentang waktu ini biasa disebut dengan istilah *window period* (Norpratiwi, 2003).

Pengukuran Variabel

Ukuran Perusahaan

Variabel independen yang digunakan dalam studi ini adalah ukuran perusahaan. Model yang digunakan untuk melakukan penghitungan ukuran perusahaan merupakan model penelitian yang digunakan oleh Solfida dan Subaedi (2006), yaitu:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \ln x \text{ total aset}$$

Reaksi Pasar

Variabel dependen dalam studi ini adalah reaksi pasar saham. Reaksi pasar dalam studi ini akan mereplikasi model yang digunakan oleh Brown and Ball (1968). *Return* realisasi saham individual (R_{it}) selama periode estimasi dan periode peristiwa dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

Keterangan :

P_{it} = harga saham i hari ke- t

$P_{i,t-1}$ = harga saham i hari ke- t-1

Return indeks pasar saham ($R_{m,t}$) selama periode estimasi dan periode peristiwa dihitung dengan rumus:

$$R_{m,t} = (IHSG_{it} - IHSG_{i,t-1}) / IHSG_{i,t-1}$$

Keterangan :

$IHSG_{it}$ = indeks pasar hari ke t

$IHSG_{i,t-1}$ = indeks pasar hari ke t-1

Return ekspektasi pasar saham [$E(R_{it})$] dihitung dengan menggunakan *market model* oleh Ball dan Brown (1968) yang dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan *Ordinary Least Square (OLS)* sehingga diperoleh persamaan berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$ = *Return* ekspektasi saham ke i pada periode ket

= *intercept* saham ke i

= beta saham ke i

$R_{m,t}$ = *return* indeks pasar pada periode ke t

Dengan menggunakan model yang diperoleh dari OLS kemudian disubstitusikan nilai *return* ekspektasi pasar saham harian ($R_{m,t}$). *Abnormal return* dihitung dari *return* realisasi dengan *return* ekspektasi dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Setelah hasil *abnormal return* diperoleh, kemudian dihitung jumlah *Cumulative Abnormal return* (CAR) untuk *window period* tersebut, dengan rumus:

$$CAR = \sum_{t=-3}^{t=3} AR$$

Investment Opportunity Set

Market to book assets ratio

Studi ini menggunakan alat ukur sesuai penelitian Norpratiwi (2003) dengan MVA/BVA yang dihitung menggunakan rumus:

$$\text{MVA/BVA} = \frac{\text{total asset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{Total Aset}}$$

Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya asset yang digunakan dalam menjalankan usaha. Bagi para investor, proksi ini menjadi bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. Semakin tinggi MVA/BVA maka semakin baik pula penilaian pasar atas asset perusahaan tersebut dibanding nilai bukunya.

Market to book of equity ratio

Rasio MVE/BVE juga merupakan proksi berdasarkan harga. Menurut Anugrah (2003) proksi ini menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Semakin tinggi MVE/BVE maka semakin tinggi penilaian pasar atas saham yang beredar di perusahaan dibandingkan nilai pari saham tersebut dan makin baik pula jumlah permintaan pasar atas saham tersebut. Rumus yang digunakan untuk menghitung MVE/BVE sesuai dengan penelitian Norpratiwi (2003), yaitu:

$$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}{\text{total ekuitas}}$$

Price Earning Ratio

P/E ratio merupakan ukuran IOS untuk menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan (Anugrah,2003). Dalam penelitian ini akan digunakan P/E ratio seperti yang digunakan dalam penelitian Norpratiwi (2003), yaitu:

$$\text{P/E ratio} = \frac{\text{harga saham}}{\text{laba per lembar saham}}$$

Analisis dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Hasil studi ini dibahas dengan menggunakan statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik, dan uji hipotesis. Statistik deskriptif memberikan gambaran karakteristik variable-variabel penelitian seperti *Cumulative Abnormal Return* (CAR), ukuran perusahaan (SIZE), *Market to Book Value Assets* (MBA), *Market to Book Value Equity* (MBE), *Price to Earning Ratio* (PER), MVA/BVA sebagai moderasi 1, MVE/BVE sebagai moderasi 2, dan P/E ratio sebagai moderasi 3. Berbasis pada metode *purposive sampling* yang digunakan dalam pengambilan sampel, data *valid* secara keseluruhan dalam studi ini sebanyak 46 perusahaan. Hasil akhir data untuk *mean*, nilai minimum, nilai maksimum, dan *standar deviation* dalam studi ini selama perioda penelitian tersaji pada Tabel 1. Hasil uji statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai *mean* MBA sebagai Moderasi 1, MBE sebagai Moserasi 2, dan PER sebagai Moderasi 3 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2008 dan 2009 bernilai positif, hal tersebut berarti terdapat indikasi bahwa IOS dapat memperkuat hubungan ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev
CAR	46	-0,26993	0,05665	-0,0074687	0,0511466 1
SIZE	46	24,96870	31,32940	27,8241109	1,5877380 4
MBA	46	0,22830	3,99420	1,1560870	0,7513207 7
MBE	46	0,01210	4,72190	1,2611913	1,1240224 3
PER	46	0,15670	120,28990	16,0496783	24,094757 41
MVA/BVA (moderasi1)	46	6,20	120,69	32,6963	22,94858
MVE/BVE (moderasi2)	46	0,34	142,68	35,9212	33,76756
P/E ratio (moderasi3)	46	4,26	3.285,55	447,2032	671,59113

Pengujian Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas pada studi ini menggunakan metode uji *Kolmogorov-Smirnov*, hasil uji menunjukkan nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0,064 yang lebih besar dari nilai probabilitasnya yaitu 0,05 ($>0,05$). Dapat disimpulkan bahwa model regresi telah memenuhi uji normalitas karena data terdistribusi secara normal. Hasil uji normalitas tersaji pada Lampiran 1.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas pada studi ini menggunakan uji *Gleszer*, hasil uji menunjukkan secara keseluruhan variabel independen tidak signifikan terhadap absolute residualnya, yaitu lebih dari 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa model studi ini terbebas dari heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas tersaji pada Lampiran 2.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi pada studi ini menggunakan uji *Durbin Watson (DW Test)*, hasil uji menunjukkan nilai *Durbin Watson* sebesar 1,985. Hal ini mengindikasikan bahwa model regresi berganda dapat dinyatakan terbebas dari autokorelasi. Hasil uji autokorelasi tersaji pada Lampiran 3.

Pengujian Hipotesis

Pengujian Koefisien Regresi (Uji-t)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis secara statistik yang tersaji pada Tabel 2. diketahui bahwa ukuran perusahaan (SIZE), ukuran perusahaan yang dimoderasi MVA/BVA (moderasi1), ukuran perusahaan yang dimoderasi MVE/BVE (moderasi2), dan ukuran perusahaan yang dimoderasi P/E ratio (moderasi3) tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008 dan 2009. Dengan demikian, keseluruhan hipotesis dalam studi ini ditolak. Namun, jika P/E ratio diregresi secara langsung dengan reaksi pasar, maka hasil tersebut terbukti berpengaruh negative terhadap reaksi pasar.

Tabel 2
Hasil Koefisien Regresi (Uji-t)

Variabel	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
CAR	0,364	0,390		0,933	0,357
SIZE	-0,012	0,013	-0,388	-0,943	0,352
MBA	-0,544	0,797	-7,984	-0,682	0,500
MBE	0,395	0,453	8,682	0,873	0,388
PER	-0,014*	0,007	-6,775	-2,057	0,047
MVA/BVA (moderasi1)	0,017	0,027	7,625	0,640	0,526
MVE/BVE (moderasi2)	-0,012	0,015	-7,963	-0,796	0,431
P/E <i>ratio</i> (moderasi3)	0,000	0,000	6,298	1,916	0,063

Keterangan: *signifikansi (0,05)

Hasil pengujian hipotesis pertama membuktikan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang diperoleh Hodgson and Clarke (1998) dalam Rahmawati (2009), Atiase (1985) dalam Harjoto *et. al.* (2008), dan Freeman (1987) dalam Harjoto *et. al.* (2008). Penelitian tersebut membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *abnormal return* saham atau reaksi pasar.

Pada umumnya, investor lebih menggunakan analisis fundamental yang terdiri dari rasio-rasio keuangan seperti rasio solvabilitas, rasio pasar, rasio profitabilitas, dan rasio likuiditas (Ang, 1997 dalam Nugroho, 2009). Rasio-rasio keuangan ini terbukti lebih menjelaskan kekuatan dan kelemahan kondisi keuangan perusahaan serta memprediksi *returns* saham di pasar modal. Berdasarkan rasio-rasio keuangan tersebut, investor dapat menilai kinerja keuangan perusahaan. Jika kinerja keuangannya baik, perusahaan tersebut dinilai memberikan prospek yang baik, sehingga investor akan memutuskan untuk melakukan investasi di perusahaan tersebut, meskipun perusahaan tersebut masih dalam tahap berkembang atau belum dapat dikategorikan perusahaan besar. Sebaliknya, jika perusahaan menunjukkan kinerja keuangan yang kurang baik, investor cenderung enggan untuk berinvestasi karena prospek perusahaan ke depannya kurang memberikan keuntungan dan tidak menjanjikan, meskipun perusahaan tersebut dapat dikategorikan sebagai perusahaan besar. Hal ini berarti keputusan dalam berinvestasi seorang investor tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan yang dimoderasi MVA/BVA tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hal ini tidak sesuai dengan beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Norpratiwi (2003), Prasetyo (2000), dan Anugrah (2009), namun sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Subekti dan Kusuma (2003).

MVA/BVA merupakan proksi IOS berdasarkan harga yang merupakan gambaran penilaian pasar atas aset yang digunakan oleh perusahaan tersebut. Menurut Kallapur and Trombley (2001) dalam Anugrah (2009), prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. Semakin tinggi MVA/BVA, maka penilaian pasar terhadap aset perusahaan tersebut baik sehingga kesempatan perusahaan untuk berinvestasi semakin tinggi dan juga akan menambah peluang pertumbuhan perusahaan tersebut.

Tidak berpengaruhnya ukuran perusahaan yang dimoderasi penilaian pasar terhadap aset perusahaan yang dihitung dengan MVA/BVA dapat disebabkan adanya faktor-faktor lain yang digunakan oleh para investor dalam menganalisis kesempatan investasinya. Misalnya, keuntungan perusahaan yang terlihat dalam perolehan laba operasi maupun laba bersih taun berjalan, rasio likuiditas perusahaan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendek, atau rasio solvabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka panjang. Rasio-rasio ini pada umumnya dinilai oleh para investor sebagai indikator yang cukup tepat dalam memperkirakan tingkat pengembalian investasi mereka. Perusahaan yang mempunyai rasio-rasio keuangan yang baik, meskipun perusahaan tersebut berukuran kecil akan lebih mampu menarik perhatian investor untuk menanamkan modal karena perusahaan tersebut diharapkan akan memberi *return* yang lebih tinggi dibanding lainnya.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan yang dimoderasi MVE/BVE tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hasil studi ini juga menyatakan bahwa MVE/BVE tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar yang sesuai dengan penelitian Subekti dan Kusuma (2003) namun tidak sesuai dengan penelitian Anugrah (2009) yang menyatakan bahwa penilaian pasar terhadap saham perusahaan semakin baik dan kesempatan atas adanya *return* atau *abnormal return* juga semakin tinggi.

MVE/BVE merupakan proksi IOS yang diperoleh hasil bahwa rasio tersebut tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar, khususnya sebagai variabel pemoderasi. Hal ini dapat disebabkan karena adanya faktor-faktor lain yang dijadikan acuan dalam analisis fundamental, yaitu laba operasi maupun laba bersih taun berjalan, rasio likuiditas perusahaan, ataupun rasio solvabilitas karena rasio tersebut pada umumnya dinilai oleh para investor sebagai indikator yang cukup tepat dalam memperkirakan tingkat pengembalian investasi investor. Adanya proksi lain di luar MVA/BVA dan MVE/BVE yang menjadi indikator lebih baik dalam menganalisis IOS, sehingga dapat menyebabkan kedua rasio tersebut tidak dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan berinvestasi.

Hasil terakhir dalam studi ini menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan yang dimoderasi P/E *ratio* terhadap reaksi pasar. Namun, jika P/E *ratio* tidak berperan sebagai pemoderasi, variabel P/E *ratio* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan investasi pemegang saham dan sesuai dengan hasil penelitian Subekti dan Kusuma (2000).

Berdasarkan hasil studi ini, dapat dilihat bahwa keputusan seorang investor dipengaruhi oleh tingkat rasio harga saham dibanding dengan pendapatan per lembar sahamnya tanpa berfokus terhadap besar kecilnya ukuran perusahaan. Pada saat perusahaan mengumumkan adanya kenaikan atau penurunan laba tahunan, maka pasar akan langsung merespon dengan meningkatnya atau menurunnya permintaan terhadap saham tersebut. Meningkatnya reaksi pasar ini ditandai dengan *turunnya abnormal return* yang diperoleh investor. Sedangkan menurunnya reaksi pasar saham ditandai dengan naiknya *abnormal return* investor. Dalam studi ini, meningkatnya P/E *ratio* berdampak terhadap *turunnya abnormal return*. Hal ini berarti informasi publik atas saham tersebut mampu diterima oleh hampir semua investor sehingga terjadi peningkatan reaksi pasaryang menyebabkan *turunnya abnormal return* tersebut terjadi.

Pengujian Ketepatan Perkiraan (R^2)

Berdasarkan hasil uji regresi, diperoleh nilai R sama dengan 0,581 menunjukkan bahwa variabel independen yaitu ukuran perusahaan mampu menjelaskan reaksi pasar sebagai variabel dependen sebanyak 58,1%. Nilai *Adjusted R²* dalam studi ini sama dengan 0,215 menunjukkan bahwa reaksi pasar

sebagai variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 21,5%. Sedangkan sisanya sebesar 78,5% dijelaskan oleh faktor lain diluar model regresi. Nilai koefisien determinasi tersaji pada Lampiran 4.

Simpulan, Keterbatasan, dan Saran

Simpulan

Berdasarkan pembahasan hasil analisis data yang telah diuraikan, dapat diambil simpulan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hal ini berarti bahwa besar kecilnya ukuran perusahaan tidak mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Ukuran perusahaan yang dimoderasi MVA/BVA tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Maka, ukuran perusahaan yang dipengaruhi penilaian pasar terhadap aset perusahaan yang dihitung MVA/BVA tidak mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi saham. Ukuran perusahaan yang dimoderasi MVE/BVE tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Maka, besar kecilnya ukuran perusahaan dengan tambahan informasi mengenai MVE/BE sebagai salah satu proksi pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investor dalam berinvestasi. Tidak ada pengaruh antara ukuran perusahaan yang P/E *ratio* terhadap reaksi pasar. Maka, ukuran perusahaan yang dipengaruhi tingkat rasio harga saham dibanding dengan pendapatan per lembar sahamnya tidak mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi saham.

Keterbatasan

Dalam penelitian ini, digunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2008 dan 2009. Berdasarkan keseluruhan sampel tersebut, banyak perusahaan yang harus dikeluarkan dari sampel karena tidak memenuhi *purposive sampling* penelitian. Hal ini mengakibatkan hasil penelitian yang dilakukan tidak dapat digunakan untuk menggeneralisasi kondisi populasi perusahaan manufaktur di Indonesia.

Saran

Berdasarkan pada keterbatasan tersebut, maka untuk penelitian selanjutnya sebaiknya digunakan sampel perusahaan yang lebih banyak, dengan menambah jumlah tahun penelitian dan tidak hanya terbatas tahun 2008 dan 2009. Selain itu, dapat digunakan proksi IOS lainnya seperti proksi IOS berdasarkan investasi dan proksi IOS berdasarkan varian. Hal ini bertujuan agar hasil penelitian yang ada dapat mencerminkan kondisi populasi perusahaan yang ada di Indonesia.

Daftar Pustaka

- Anugrah, A. D. P. (2003). *Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Manufaktur*. Universitas Gunadarma : Jakarta.
- Brown, P & R. Ball. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. , *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn) :159-178.
- Fijrijanti, T. & Jogianto, H. (2000). Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi III*: 851–877.

- Iswahyuni, Y. & Suryanto. (2002). Dengan Kebijakan Pendanaan, Deviden, Perubahan Harga Saham, dan Volume Perdagangan Pada Bursa Efek Jakarta Dengan Pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September 2011. Diakses dari <http://id-jurnal.blogspot.com/2008/04/analisis-perbedaan-perusahaan-tumbuh.html> [15 Oktober 2011].
- Harjoto, M., Janis, Z., & Jian, Z. (2008). *Information Content of Whispers Relative to Firm Size*. USA: California. Diakses dari <http://www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm> [20 Oktober 2011].
- Munte, M. H. M. (2009). *Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia* [thesis]. Medan: Universitas Sumatera Utara.
- Norpratiwi, A. M. V. (2003). *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan)*. Yogyakarta : STIE YKPN
- Nugroho, I. A. (2009). *Analisis Pengaruh Informasi Fundamental Terhadap Return Saham* [thesis]. Semarang: Universitas Diponegoro
- Prabansari, Y., & Hadri K. (2005). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen. Ed Khusus on Finance 2005*:1-15
- Prasetyo, A. (2000). Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi III*: 878-905.
- Rahina, D. N. (2003). *Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Beta Terhadap Return Saham LQ45 Pada Pasar Bullish dan Bearish di Bursa Efek Jakarta periode 1997-1999* [thesis]. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Rahmawati & Noorina, H. (2009). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Laba, dan Nilai Buku Terhadap Kinerja Saham Model Regresi Non Linier. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* 9: 33-40.
- Smith, Jr., & Ross, L. W. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32: 263–292.
- Sofilda, E., & Edi S. (2006). *Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Karakteristik Kepemilikan Terhadap Harga Saham LQ45 Pada Bursa Efek Jakarta*
- Subekti, I., & Indra W.K. (2000). Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Simposium Nasional Akuntansi III*: 820–850.

Lampiran

Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		46
Normal Parameters(a,b)	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,04163932
Most Extreme Differences	Absolute	0,193
	Positive	0,148
	Negative	-0,193
Kolmogorov-Smirnov Z		1,311
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,064

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
CAR	-0,191	0,237		-0,808	0,424
SIZE	0,007	0,008	0,332	0,844	0,404
MBA	0,493	0,484	11,413	1,020	0,314
MBE	-0,264	0,275	-9,146	-0,962	0,342
PER					
	0,008	0,004	5,588	1,776	0,084
MVA/BVA (moderasi1)	-0,016	0,016	-11,327	-0,995	0,326
MVE/BVE (moderasi2)	0,008	0,009	8,797	0,920	0,363
P/E ratio (moderasi3)	0,000	0,000	-5,061	-1,611	0,115

a. Dependent Variable: ABS_RES