

**HUBUNGAN EFISIENSI PASAR DAN INSIDER OWNERSHIP  
PADA PERUSAHAAN YANG LISTING DI BEJ**



**SKRIPSI**

**Oleh:**

**Nama : Siska Seftiana**

**No. Mahasiswa : 01 312 346**

**Jurusan : Akuntansi**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA**

**2005**

**HUBUNGAN EFISIENSI PASAR DAN INSIDER OWNERSHIP  
PADA PERUSAHAAN YANG LISTING DI BEJ**

**SKRIPSI**

**Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk  
mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi pada  
Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia**

**Disusun oleh:**

**Nama : Siska Seftiana  
No. Mahasiswa : 01312346  
Jurusan : Akuntansi**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2005**

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

**HUBUNGAN EFISIENSI PASAR DAN INSIDER OWNERSHIP PADA  
PERUSAHAAN YANG LISTING DI BEJ**

**Disusun Oleh: SISKA SEFTIANA  
Nomor mahasiswa: 01312346**

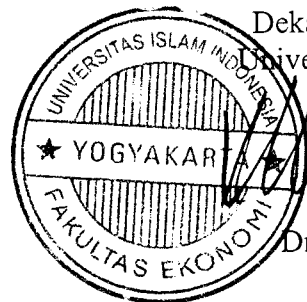
Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**  
Pada tanggal : 13 Mei 2005

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dr. Hadri Kusuma, MBA

Penguji : Dra. Marfuah, M.Si, Ak

*Handwritten signature*  
.....  
*Handwritten signature*  
.....

Mengetahui  
Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia



*Handwritten signature*  
Drs. Suwarsono, MA

## **PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME**

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman atau sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 13 Mei 2005

Penyusun,

(Siska Seftiana)

**HUBUNGAN EFISIENSI PASAR DAN INSIDER OWNERSHIP  
PADA PERUSAHAAN YANG LISTING DI BEJ**

Hasil Penelitian

Diajukan oleh:

Nama : Siska Seftiana

Nomor Mahasiswa : 01312346

Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal .....

Dosen Pembimbing,

*Hadri Kusuma*  
2006/08/29/2007

(Hadri Kusuma, Drs., MBA, DBA)

## *Persembahan*

*KaryaKecilku ini ingin aku persembahkan pada:*

*Allah SWT yang Maha Kuasa dan Maha Segalanya, aku bersyukur atas anugerah dan keajaiban-Mu. Sungguh Engkau Maha Tabu yang terbaik bagiku*

*Papa dan Mama tercinta yang telah dengan tulus ikhlas dan penuh kesabaran memberikan doa restu, kasih sayang, mendidik dan membimbingku yang tak ternilai  
barganya*

*Uni ku Nit dan adek ku Dicky yang telah memberikan doa dan motivasi  
dan*

*Para sahabat ku...sampai jumpa kawan ku, semoga kisah kita selalu menjadi sebuah  
kisah klasik untuk masa depan ☺☺*

## MOTTO

*"Kita berdoa agar diberikan kekuatan..  
namun Allah memberikan kita cobaan agar kita;  
kuat menghadapinya,  
Kita berdoa agar diberikan kebijaksanaan..  
namun Allah memberikan kita masalah agar kita;  
mampu memecabkannya,  
Kita berdoa agar diberikan kecerdasan..  
namun Allah memberikan kita otak dan pikiran agar kita;  
Dapat belajar dari-Nya  
(To Whom It May Concern, Darwish)*

*"Kalau aku mau, pasti aku bisa!"*

*"Untuk mencapai keberhasilan atau kesuksesan tidak hanya harus  
memiliki IQ tinggi, namun kepercayaan dan keyakinan bahwa  
kita bisa meraih keberhasilan itu! Itu yang paling utama!"*

*(Ost. Film Drama Queen)*

*"U'll Never Walk Alone!"*

*(Platon UBC (Aug. 5-mtn))*

## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.wb

Alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberkahi segala rizki dan hidayah serta kesempatan untuk dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul "Hubungan Efisiensi Pasar dengan Insider Ownership pada perusahaan yang listing di BEJ". Sholawat dan salam juga penulis sampaikan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW.

Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dari berbagai pihak, maka skripsi ini tidak mungkin terselesaikan. Oleh karena itu, pada kesempatan ini pula penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada pihak-pihak yang mendukung terselesainya skripsi ini. Penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Hadri Kusuma, Drs., MBA, DBA, selaku dosen pembimbing skripsi, yang telah memberikan bimbingan dan arahan yang sangat bermanfaat selama penyusunan skripsi ini.
2. Bpk. Drs. H. Suwarsono, MBA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
3. Papa dan Mama tercinta, atas semua kasih sayang, do'a, dukungan materiil dan immateriil yang tak terbatas yang semua itu merupakan anugerah yang terindah yang pernah ku miliki
4. Uni q Ivit (be a success apoteker yo!!!) dan My little army, Dicky, yang selalu membuat ku bangga dan memotivasi ku. I love & mizzz u.
5. Sohib-sohib ku para alumnus Matauli, khususnya angkatan V, My Gank (Reny, tika, edo, tumpak) dan Asrama MTN, yang telah memberikan banyak hal dan kenangan yang selalu membuat ku ingin kembali ke masa-masa itu... I love U All! U'll never Walk Alone! Horas!
6. Adek angkat ku, addina dan Z'naro, yang telah memberikanku motivasi..i miss u 2
7. Rekan-rekan di KSPM (Kelompok Studi Pasar Modal) FE UII; The Charlie Angel (diana, yurin), redhan, Wish (thanx yah bukunya), Irma (my



- Partner), Diyan, Arif (ketua funky bo'!), dan yang lainnya..smoga qt menjadi eksnud yang sholehah!!he..he..
8. Anak-anak kelas D Accounting'01,khususnya Maya, Gosshy, Listie (shopping lg yuk!!),Diwi',Widiana, Irnaz, triana,Lia,dani (ndut, ngebakso yuk!), Adit (bear???), brata; thanks atas kebersamaan kita, happy 'n sad! Keep togetherness always! ☺☺
  9. Mbak Ana; mbak, sisq pgn curhat neh!!! Pinda; be a strong/ independent woman,ok!
  10. Dhistie, wati dan nJoel, Makasih yah atas semua dukungan/dorongan kalian!, mbak rara;senam terussss!
  11. Sohib ku, Widhy, makasih yah udah sabar menjadi tempat keluh kesah ku atau curhat ku yang kadang-kadang kelewatan sampe tengah malam he..he
  12. The Team Work SL-04 ang.29, apree, mimi, arga, anam, wahyu, dedeq katul (tyas),ucup, agung, Ayooo Kumpullllllll lagi!!!Don't forget me ,ok!!!
  13. Alkanz, Delvi, Mbak Wida, Mas Ilyas,Mbak Sita, makasih yah udah bantuin ngerjain skripsi dan bersedia sebagai tempat ku bertanya
  14. My secret admirer, thanx yah dah doain aq..
  15. Teman-teman ku yang belum/tidak ku tulis disini...bukan suatu ketidak inginan..karena diri-dirimu telah terukir di hatiku...hik!!! ☺

Akhirnya semoga skripsi ini yang meskipun kurang sempurna, dapat bermanfaat dan semoga Allah SWT senantiasa memberi jalan yang terang bagi kita semua.

Wassalamualaikum Wr.Wb.

Yogyakarta, 13 Mei 2005

Penulis

## DAFTAR ISI

Halaman Judul .....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme .....	ii
Halaman Pengesahan .....	iii
Halaman Persembahan .....	iv
Halaman Motto .....	vi
Kata Pengantar .....	vii
Daftar Isi .....	viii
Daftar Tabel .....	x
Daftar Gambar .....	xi
Daftar Lampiran .....	xii
Abstraksi .....	xiii
Bab I Pendahuluan .....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Batasan masalah .....	6
1.5 Manfaat Penelitian .....	7
Bab II Kajian Pustaka	
2.1 Efisiensi Pasar .....	8
2.1.1 Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar .....	12
2.2 Insider Ownership .....	17
2.2.1 Insider Ownership dan Nilai Perusahaan .....	18
2.2.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Insider Ownership .	20
2.3 Penelitian Terdahulu .....	25
2.4 Hipotesis Penelitian .....	30
Bab III Metode Penelitian .....	33
3.1 Populasi dan Sampel Penelitian .....	33
3.2 Sumber dan Data yang diperlukan .....	33
3.3 Variabel-Variabel Penelitian .....	34

3.4	Tekhnik Analisis .....	37
3.5	Pengujian Hipotesis.....	39
Bab IV Analisis dan Pembahasan		
4.1	Deskripsi Penelitian .....	47
4.2	Deskriptif Statistik.....	48
4.3	Analisa Hasil Pengujian .....	51
4.3.1	Hasil Analisis Korelasi.....	51
4.3.2	Pengujian Hipotesis.....	52
4.3.3	Hasil Uji Asumsi Klasik .....	56
4.3.3.1	Autokorelasi .....	56
4.3.3.2	Multikolinieritas .....	57
4.3.3.3	Heterokedastisitas .....	59
4.3.3.4	Normalitas .....	60
Bab V Kesimpulan.....		
5.1	Kesimpulan .....	63
5.2	Saran Untuk Penelitian Selanjutnya .....	64
Daftar Pustaka		
Lampiran		

## DAFTAR TABEL

### Tabel

2.1	Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar .....	17
4.1	Jumlah Sampel Tiap Tahun Dan Total Periode Penelitian.....	47
4.2	Deskriptif Statistik variabel Dependen dan Variabel Independen .....	48
4.3	Hasil Analisis Korelasi .....	52
4.4	P-Value Hasil uji Pengujian Regresi Linier .....	54
4.5	Hasil Pengujian Autokorelasi .....	57
4.6	Hasil Perhitungan Pengujian Multikolinearitas.....	58

## DAFTAR GAMBAR

### Gambar

4.1	Grafik Scatterplot .....	59
4.2	Grafik Normal Probability Plot .....	61
4.3	Grafik Histogram .....	61

## DAFTAR LAMPIRAN

### Lampiran

1. Kode Saham dan Nama Perusahaan yang Diambil Sebagai Sampel Penelitian .....	65
2. Data Variabel.....	73
3. Regression .....	88

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Pasar modal yang efisien secara umum didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Sedangkan Fama (1970) mendefinisikan pasar efisien “jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia ( a security market is efficient if security prices fully reflect the information available)”(jogiyanto,2000). Apabila harga-harga surat berharga yang menggambarkan seluruh informasi yang tersebar luas, para manajer perusahaan bisa mengamati harga saham-saham perusahaan mereka sehingga bisa diketahui reaksi pasar atas keputusan-keputusan yang baru saja diambil. Pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia maka kondisi pasar tersebut disebut dengan pasar efisien.

Fama (1970) mengklasifikasikan tiga bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan bentuk informasi, yaitu: (i) efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), (ii) efisiensi pasar setengah kuat (*semistrong form*), (iii) efisiensi pasar kuat (*strong form*). Fokus penelitian ini adalah pada efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dimana harga - harga dari sekuritas secara penuh

mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all public available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten seperti proporsi insider ownership (manajer dan pemegang saham) pada perusahaan tersebut (Jogiyanto,2000).

Insider ownership (Corporate Insider) merupakan pejabat perusahaan, manajemennya, direksinya atau pemegang saham mayoritasnya yang mempunyai informasi privat. Sedangkan menurut Jensen & Meckling mendefenisikan *insider ownership* adalah ukuran persentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajemen, komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat secara langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan (Jogiyanto,2000). Insider ownership seperti yang ada di literatur biasanya berkaitan dengan insider trading yang terjadi di efisiensi pasar bentuk kuat (Weak form) namun menurut Richard J Downen dan W. Scott Bauman (1997) pengaruh insider ownership juga merupakan issue penting dari sudut pandang efisiensi pasar setengah kuat. Jika pasar dalam bentuk efisiensi setengah kuat, semua informasi yang dipublikasikan seharusnya dengan cepat dan lengkap dimasukkan ke dalam harga saham. Karena secara umum, informasi yang dipublikasikan menyediakan porsi informasi mengenai insider ownership.

Menurut Grossman dan Hart (1982) tingkat kepemilikan insider (insider ownership) yang tinggi juga akan berdampak buruk terhadap perusahaan (Masyhuri Hamidi,2003). Jika kepemilikan insider tinggi, manajer memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak stockholder external juga akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan insider, termasuk dalam pemberian informasi ke pasar. Seperti menyangkut masalah



*timing* penerbitan saham. Bisa saja pihak insider berpendapat bahwa saat ini merupakan saat yang tepat untuk menerbitkan saham baru, karena harga saham perusahaan sedang tinggi dan oleh insider dinilai sudah terlalu tinggi. Pihak insider mempunyai pendapat tersebut, karena mereka mempunyai informasi yang tidak dimiliki oleh para pemodal (masyarakat). Apabila strategi ini ditempuh oleh perusahaan, dan kemudian hal ini ditafsirkan oleh masyarakat bahwa sebenarnya kondisi perusahaan tidaklah sebaik semula, maka sesuai dengan hipotesa pasar yang efisien, maka harga akan segera turun menyesuaikan diri dengan informasi baru tersebut. Kenyataan bahwa efek insider ownership atas keputusan yang diambil, mengarahkan pada adanya kemungkinan bahwa terdapat hubungan insider ownership dengan efisiensi pasar modal.

Penelitian yang menguji efisiensi pasar modal di Indonesia telah banyak dilakukan. Seperti Arif Fajar Nugroho(1996), menguji efisiensi pasar modal di Indonesia selama periode 1992-1995. Hasil penelitiannya menunjukkan terjadinya peningkatan efisiensi bentuk lemah di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun. Penelitian ini juga dilakukan oleh Doddy setiawan dan Jogiyanto Hartono (2002) yang menanggapi isu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan, yang diusulkan Hartono (1998), dengan menganalisis pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Jakarta. Hartono (1998) menyatakan bentuk efisiensi pasar setengah kuat menurut Fama (1970) dapat dikembangkan lebih lanjut menjadi : efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi (informationally efficient market) dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (decisionally efficient market). Tujuan dari penelitian mereka adalah untuk membuktikan bukti empiris

mengenai kandungan informasi dividen dan memberikan bukti empiris mengenai kecanggihan investor dalam mengolah informasi, sehingga mampu bertindak secara tepat terhadap pengumuman dividen yang dikeluarkan perusahaan dan juga memberikn bukti empiris apakah Bursa Efek Jakarta sudah efisien setengah kuat secara keputusan atau belum.

Meskipun terdapat beberapa penelitian terdahulu yang membahas efisiensi pasar modal, namun masih sedikit diketahui hubungan antara efisiensi pasar modal dengan insider ownership. Walaupun hanya sedikit studi tentang ini yang disinggung, tetapi pentingnya bukti ini mendukung kesimpulan bahwa pasar modal betul-betul efisien dalam pasar yang bercorak semi-kuat. Apabila pasar modal bersifat efisien dengan corak semi kuat, dengan tersebar luasnya informasi baru, nilai surat berharga seharusnya bereaksi cepat dengan menyesuaikan pada tingkat harga yang baru. Setiap orang yang mencoba memanfaatkan informasi yang tersedia dalam strategi perdagangan tidak akan berhasil meraih keuntungan ekstra, karena harga surat berharga telah disesuaikan, dan tidak akan ada lagi perubahan harga yang bisa diramalkan.

Penelitian mengenai efisiensi pasar selama ini lebih banyak mengenai kandungan informasi dan keputusan, tetapi jarang membahas hubungan efisiensi pasar dengan insider ownership, kecuali Richard J Downen dan W. Scott Bauman (1997). Downen dan Bauman melakukan penelitian untuk menguji hubungan insider ownership didalam perusahaan besar dan kecil dengan efisinesi pasar bentuk setengah kuat. Hasil penelitian mereka menunjukkan untuk perusahaan besar dan kecil, terdapat hubungan tidak linear antara insider ownership dan

abnormal return. Hasil dari studi mereka tidak konsisten dengan pemikiran yang menyatakan adanya informasi membuat pasar untuk perusahaan besar dan terkenal lebih efisien daripada perusahaan kecil dan kurang terkenal. Penjelasan, secara relatif porsi yang kecil di dalam perusahaan yang besar memiliki insider ownership yang besar.

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka penelitian ini mengambil judul “Hubungan antara Efisiensi pasar dan Insider Ownership di dalam Perusahaan Listing di BEJ ”. Penelitian ini menitik beratkan pada efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat. Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Richard J Downen dan W. Scott Bauman (1997) yang mengambil kasus perusahaan besar dan kecil di Amerika. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan di Indonesia yang listing di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2000-2003.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Secara garis besar, masalah pada penelitian ini adalah apakah terdapat hubungan efisiensi pasar dengan insider ownership dalam mempublikasikan semua informasi ke pelaku pasar modal. Dengan fokus penelitian pada bentuk efisiensi pasar setengah kuat (*semi-strong form*), peneliti menguji apakah pada bentuk pasar seperti itu memiliki hubungan dengan insider ownership.

### 1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pasar efisien setengah kuat (*semi-strong form*) memiliki hubungan dengan insider ownership.

### 1.4 Batasan Masalah

Dengan tujuan memberikan gambaran yang jelas, penelitian ini mempunyai batasan sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini perusahaan-perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta selama periode 2000-2003.
2. Memfokuskan penelitian pada bentuk efisiensi pasar setengah kuat (*semi-strong form*). Dengan alasan efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat merupakan bentuk yang paling mungkin (selain bentuk lemah) pada efisiensi pasar modal di negara-negara berkembang seperti Indonesia, dan kedua penelitian efisiensi pasar bentuk semi kuat dengan data Indonesia sudah pernah dilakukan oleh peneliti terdahulu. Efisiensi bentuk kuat tidak diteliti dalam penelitian ini dengan alasan data yang diperlukan berupa informasi intern perusahaan yang tidak dipublikasikan sangat sulit diperoleh.
3. Penelitian dilakukan untuk mengetahui adanya hubungan antara efisiensi pasar setengah kuat (*semi-strong form*) dengan insider ownership.

### **I.5. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, antara lain:

- a. Bagi akademis, pengujian efisiensi pasar modal ini sangat penting untuk membuktikan hipotesis pasar efisien yang sudah ada teorinya. Kebenaran dari teori tersebut dapat diuji untuk berbagai pasar modal dalam berbagai situasi dan kondisi.
- b. Pelaku pasar modal, memberikan informasi mengenai efisiensi pasar modal di Indonesia, sehingga diharapkan para pelaku pasar modal dapat memanfaatkan informasi tersebut dalam melakukan analisis investasi.
- c. Bagi ekonomi secara keseluruhan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam menganalisis pasar modal.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. Efisiensi Pasar

Istilah pasar modal yang efisien sering dipergunakan berbeda-beda. Misalnya, dengan istilah sebagai pasar yang menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya minimal. Pengertian ini banyak dipergunakan oleh para pelaku di bursa efek (seperti para pialang, penegelola bursa dan sebagainya). Pihak lain mungkin menggunakan pengertian yang berbeda. West (1975) membedakan *internal dan external efficiency* (Suad Husnan, 2003). External efficiency menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan diatas tingkat keuntungan keseimbangan. Internal efficiency, sebaliknya, menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang benar, tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin.

Secara detail, efisiensi pasar dapat didefenisikan dalam beberapa macam defenisi (Jogiyanto, 2000), yaitu:

##### a. Berdasarkan Nilai Intrinsik

Konsep awal dari efisiensi pasar yang berhubungan dengan informasi laporan keuangan berasal dari praktek analis sekuritas yang mencoba menemukan sekuritas-sekuritas dengan harga yang kurang benar (*mispriced*). Sekuritas-

sekuritas yang dihargai kurang benar (*mispriced*) merupakan sekuritas-sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinsiknya atau nilai fundamentalnya. Menurut Beaver (1989) untuk konteks seperti ini, maka efisiensi pasar (*market efficiency*) diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya (Jogiyanto, 2000).

Dengan demikian suatu pasar yang efisien menurut konsep ini dapat didefinisikan sebagai pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai intrinsiknya.

b. Berdasarkan Akurasi Dari Ekspektasi harga

Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai berikut:

*Suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia ( a security market is efficient if security prices “fully reflect” the information available)* (Jogiyanto, 2000).

Defenisi efisiensi pasar ini menimbulkan banyak perdebatan. Reaver (1989) menyatakan bahwa definisi ini tidak jelas, tidak operasional dan sirkular. Misalnya terdapat informasi baru yang masuk ke pasar yang menjadi tersedia untuk semua pelaku pasar dan kemudian terlihat bahwa harga dari sekuritas yang berhubungan dengan informasi ini berubah (Jogiyanto, 2000).

Karena informasi yang dibutuhkan tersedia (*information available*) dan harga berubah secara penuh mencerminkan informasi ini, maka secara definisi dapat dikatakan sirkular, yaitu tentu saja perubahan harga tersebut terjadi karena informasi yang tersedia. Definisi ini tidak menunjukkan seberapa cepat dan

seberapa tepat perubahan harga tersebut diakibatkan oleh informasi yang tersedia. Defenisi oleh Fama (1970) hanya menunjukkan bahwa perubahan dari harga saja sudah cukup untuk mengatakan pasar sudah efisien.

Fama (1970) sendiri menyadari bahwa definisinya sulit dibuktikan secara empiris, karena dibutuhkan suatu *benchmark* yang menunjukkan akurasi dari ekspektasi harga semua investor. Fama (1970) mencoba memformalkan definisinya dengan mendefinisikan suatu fungsi dari harga-harga di masa yang akan datang yang tergantung dari set informasi yang tersedia sekarang. Fungsi dari harga-harga di masa yang mendatang akibat informasi yang tersedia menjadi *benchmark* yang kemudian dibandingkan dengan fungsi harga-harga di masa datang yang terjadi karena informasi yang benar-benar digunakan oleh pasar. Perbedaan harga dari kedua fungsi tersebut dianggap sebagai pasar yang tidak efisien. Fama (1970) mengusulkan dibutuhkannya suatu model ekuilibrium untuk menentukan fungsi harga-harga di masa datang akibat informasi sekarang (Jogiyanto, 2000).

c. Berdasarkan Distribusi Informasi

Defenisi efisiensi pasar sebelumnya yang hanya menekankan pada akurasi harga akibat informasi yang tersedia mengabaikan distribusi dari informasinya. Beaver (1989) memberikan defenisi efisiensi pasar yang didasarkan pada distribusi informasi sebagai berikut ini :

*“Pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. ( The market is efficient with respect*



*to some specified information system, if and only if security prices act as if everyone observes the information system)*" (Jogiyanto, 2000).

Defenisi dari Beaver (1989) ini juga masih menimbulkan masalah dalam hal pengujian pasar yang efisien tersebut (Jogiyanto, 2000) . Untuk menguji pasar yang efisien, maka masih dibutuhkan suatu ukuran pembanding (*benchmark*). *Benchmark* yang digunakan adalah return normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. Return hasil dari informasi kemudian dibandingkan dengan return normal menurut *benchmark*. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar sudah efisien dan sebaliknya jika hasilnya menyimpang, maka pasar dikatakan tidak efisien.

d. Berdasarkan pada Proses Dinamik

Awal dari literatur efisiensi pasar mengansumsikan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dari harga sekuritas karena penyebaran informasi yang ada terjadi dengan seketika. Konsep terbaru efisiensi pasar tidak mengharuskan kecepatan penyesuaian harus terjadi dengan seketika, tetapi terjadi dengan cepat setelah informasi disebarkan untuk menjadi tersedia bagi semua orang. Jones (1995) memberikan defenisi pasar efisien yang memasukkan unsur dari kecepatan penyesuaian sebagai berikut:

*"suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut ( an efficient market is one in which the price of all securities quickly and fully reflect all available information about the assets)* (Jogiyanto, 2000).

### 2.1.1. Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

Sebuah konsep yang berkenaan dengan teori pasar modal efisien (PME) telah diperkenalkan bagaimana mengoperasionalkan pasar. Adapun konsep yang dimaksud adalah Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*), selanjutnya disebut dengan HPE, pasar dikatakan efisien jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Berdasarkan pengertian tersebut dapat diketahui adanya 2 unsur pokok yang merupakan ciri pasar modal efisien, yaitu tersedia informasi relevan dan harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru.

Bentuk efisiensi ditinjau dari segi ketersediaan informasi terdiri dari:

a. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah secara acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang (Jogiyanto, 2000).

Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi Pasar bentuk Setengah Kuat (*semistrong form*).

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all*

*publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten (Jogiyanto, 2000). Sedangkan menurut Suad Husnan (2003) bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong*) adalah keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*.

Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini (Jogiyanto, 2000):

- (i) Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan tersebut. Informasi ini berupa pengumuman dari perusahaan emiten, dan umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contohnya pengumuman pergantian manajer perusahaan atau insider ownership, pengumuman laba, pengumuman dividen, pengumuman perubahan metode akuntansi dan lain sebagainya.
- (ii) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Contoh dari informasi ini adalah: regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank.
- (iii) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan

akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan.

Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama .

Foster menunjukkan macam-macam pengumuman yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas (Jogiyanto,2000):

- Pengumuman yang berhubungan dengan laba (*Earnings-Related Announcements*): laporan tahunan awal, laporan tahunan detail, laporan interim detail, laporan auditor dan lain sebagainya.
- Pengumuman-pengumuman peramalan oleh pejabat perusahaan (*Forecast Announcements by Company Officials*) : peramalan laba sebelum akhir fiscal, estimasi laba setelah akhir tahun fiskal dan lainnya.
- Pengumuman dividen
- Pengumuman –pengumuman pendanaan (*Financing Announcements*) : pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas, pengumuman yang berhubungan dengan hutang, sewa guna, stock split, pengumuman joint venture dan lain-lain.
- Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah (*Government-Related Announcements*) : dampak dari peraturan baru, keputusan-keputusan regulator, investigasi-investigasi terhadap kegiatan perusahaan, dan lain-lain.

- Pengumuman-pengumuman investasi (*Investment Announcements*) : eksplorasi, usaha baru, ekspansi pabrik penutupan pabrik, lainnya.
- Pengumuman-pengumuman ketenaga-kerjaan (*Labor Announcements*) : negosiasi-negosiasi, kontrak-kontrak baru, pemogokan, lainnya.
- Pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan hukum (*Legal announcements*) : tuntutan terhadap perusahaan atau manajernya, tuntutan oleh perusahaan atau manajernya, lainnya.
- Pengumuman-pengumuman pemasaran produksi-penjualan (*Marketing-Production-Sales Announcements*): pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, laporan penjualan, lainnya.
- Pengumuman-pengumuman manajer direksi (*Management Board of Director Announcements*) : susunan direksi, manajemen, rincian struktur organisasi, lainnya.
- Lain-lain

Berikut ini merupakan beberapa peristiwa yang mendukung efisiensi pasar bentuk setengah kuat :

#### 1. Stock Split (Pemecahan Saham)

Pemecahan saham adalah memecah selembarnya menjadi  $n$  lembar saham. Alasan umum perusahaan melakukan stock splits adalah supaya harga sahamnya tidak terlalu tinggi, sehingga dengan harga saham yang tidak terlalu tinggi akan meningkatkan likuiditas perdagangannya. Studi tentang stock splits telah dilakukan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1979) (dikutip dari Jogyanto, 2000) . Hasil studi ini mengindikasikan bahwa beberapa implikasi dari

stock splits memunculkan refleksi harga segera mengikuti pengumuman, dan tidak peristiwa itu sendiri sebagai pendukung efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

## 2. Perubahan metode akuntansi

Beberapa penelitian telah melakukan pengujian terhadap pengaruh harga saham dengan perubahan akuntansi. Perubahan akuntansi tersebut meliputi depresiasi, investasi kredit pajak, bentuk pelaporan persediaan baik secara FIFO maupun LIFO dan lainnya. Secara umum, penelitian mengenai ini mengindikasikan bahwa pasar mampu membedakan perubahan ukuran yang digambarkan dari tipe pertama yang digunakan dengan tipe yang kedua.

## 3. Penawaran Perdana

Initial public offering/ IPO merupakan penawaran saham perusahaan pertama kalinya ke publik. Sehingga harga sekuritasnya belum diketahui karena belum pernah tercatat di bursa saham. Underwriter yang menjamin pelepasan perdana akan menanggung risiko untuk menjualkan saham ini disebabkan nilai sebenarnya dari sekuritas belum diketahui. Oleh karena itu, underwriter cenderung untuk menjualkannya dengan harga yang murah (*undervalued*) supaya mengurangi risiko tidak laku terjual. Investor yang dapat kesempatan untuk membeli sekuritas yang *undervalued* ini akan dapat menikmati abnormal return.

Akan tetapi jika pasar sifatnya efisien, abnormal return yang ada hanya terjadi dengan waktu yang cepat dan tidak berkepanjangan. Ini berarti bahwa investor yang membeli beberapa saat setelah pengumuman IPO sudah tidak akan memperoleh abnormal return lagi, karena harga sekuritas sudah mencapai keseimbangan yang baru (Jogiyanto, 2000).

c. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Bentuk	Informasi yang dicerminkan dalam Harga
Lemah	Data Historis
Semi kuat	Data historis ditambah informasi umum lainnya
Kuat	Data historis, informasi umum, dan informasi khusus

(dikutip dari Frank J. Fabozzi, 1999).

## 2.2. Insider Ownership

*Insider ownership (Corporate Insider)* menurut Jogiyanto (2000) adalah pejabat perusahaan, manajemennya, direksinya atau pemegang saham mayoritasnya yang mempunyai informasi privat. Sedangkan menurut Jensen & Mecking mendefinisikan *insider ownership* adalah ukuran persentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajemen, komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat secara langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan. Yang termasuk insider ownership adalah sebagai berikut:

- a. Seorang Komisaris, Direktur, Pegawai Perusahaan atau perusahaan afiliasinya.
- b. Pemegang Saham Utama di dalam Perusahaan atau Perusahaan Afiliasi
- c. Orang yang oleh kedudukannya atau hubungan pada Perusahaan atau Perusahaan Afiliasi mengetahui Informasi Orang Dalam; atau
- d. Orang yang dalam waktu 6 bulan sejak tidak lagi merupakan orang sebagai dimaksud dalam huruf a,b, atau c

### 2.2.1. Insider Ownership dan Nilai Perusahaan

Pengelolaan perusahaan pada umumnya bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan atau memakmurkan pemegang saham (shareholder). Harga saham menunjukkan nilai perusahaan. Dengan demikian bila harga saham meningkat maka nilai perusahaan meningkat. Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemilik modal (sebagai principal) bisa mempercayakan kepada para profesional (manajerial) atau *insiders*. *Insider* tersebut akan bertanggung jawab *pertama* terhadap keputusan alokasi dana baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan untuk investasi, *kedua* adalah menyangkut keputusan pembelanjaan. Ketiga, adalah menyangkut keputusan dividen.

Jansen & Mecking (dikutip dari Taswan, 2003) berpendapat bahwa pemberi amanat kepada *insiders* dapat dipandang sebagai pemisahan fungsi decision making dan risk bearing. Pemodal selaku penyedia dana berkepentingan untuk mengamankan dananya yang diinvestasikan, sedangkan pihak *insiders* berhak atas gaji dan kompensasi lainnya karena menjalankan amanat termasuk mengambil



keputusan-keputusan bisnis yang diharapkan terbaik bagi pemilik modal. Namun demikian pihak *insiders* sering bekerja bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, tapi justru mengurus atau berkuat pada peningkatan kesejahteraan *insiders* sendiri. Hal ini tidak disukai oleh pemilik perusahaan karena biaya-biaya itu akan dibebankan perusahaan yang pada gilirannya akan menurunkan dividen, pemilik perusahaan lebih suka dibiayai oleh hutang, namun para manajer umumnya tidak suka karena hutang mengandung risiko yang tinggi. Oleh karena itu melihat keberadaan insider ownership yang dikaitkan dengan nilai perusahaan relevan.

Ada dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat insider ownership yang meningkat. Jensen & Meckling (1976) menganalisis bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh distribusi kepemilikan antara insider ownership yang menikmati manfaat dan outside ownership yang tidak menikmati manfaat (dikutip dari Taswan,2003). Dalam hal ini, peningkatan insentif untuk mengkonsumsi manfaat/keuntungan dan mengambil alih kekayaan pemegang saham. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi resources, yang pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks yang terkait, Damzets (1986) berargumen bahwa kepemilikan oleh non manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan dan dia menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan akan meningkatkan nilai perusahaan (dikutip dari Taswan,2003).

Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak *insiders*, maka *insiders* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung resiko secara langsung bila keputusan itu salah.

Kepemilikan oleh insider juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (missallocation). Dengan demikian kepemilikan saham oleh insider merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Sementara itu Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa insider berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dalam hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh insider dapat bertindak sebagai signal perusahaan (dikutip dari Taswan, 2003).

### **2.2.2. Faktor - faktor yang Mempengaruhi Insider Ownership**

- Debt Policy

Hubungan kebijakan hutang dengan insider ownership dapat dijelaskan sesuai hasil penelitian Fried & Leland (1988) yang menemukan debt ratio berhubungan negatif dengan profitabilitas dan kepemilikan manajerial (dikutip dari Taswan, 2003). Tingkat hutang akan menurun jika tingkat investasi manajerial (kepemilikan oleh insider) meningkat. Hal ini disebabkan bahwa risiko yang tidak terdiversifikasi dari hutang itu lebih besar bagi manajemen daripada investor publik untuk menjaga tingkat hutang tetap rendah.

- Dividen Policy

Dalam penelitian agency cost dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozef (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan (dikutip dari Taswan, 2003). Dalam kondisi demikian perusahaan cenderung untuk membayar dividen kepada pemegang saham

yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Esterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring pasar modal yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru (dikutip dari Taswan,2003). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa antara kebijakan dividen dengan insider ownership adalah negatif.

- Profitability

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Dividen adalah sebagai laba bersih yang diperoleh perusahaan. Oleh karena itu dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Para manajer tidak hanya mendapatkan dividen tapi juga akan memperoleh power yang lebih besar dalam menentukan kebijakan perusahaan. Indikator ini sering ditentukan oleh rasio tingkat keuntungan setelah pajak dibagikan dengan total assets.

- Growth

Growth direpresentasikan sebagai pertumbuhan total asset dan diantisipasi akan memiliki pengaruh positif terhadap insider ownership. Untuk menjelaskan bahwa pertumbuhan asset masa lalu akan merefleksikan profitabilitas yang akan datang dan pertumbuhan yang akan datang, sehingga manajer atau insider

tidak akan segan-segan untuk menginvestasikan dananya sebagai modal perusahaan. Hubungan positif antara pertumbuhan dengan insider ownership tersebut dapat berasal dari keunggulan informasional bagi insiders tentang prospek pertumbuhan perusahaan. Menurut Bathala et al, 1994, insiders itu memiliki pengetahuan yang lebih baik tentang proyek-proyek yang dikerjakan perusahaan, oleh karena itu cenderung lebih tak menyangsikan tentang prospek pertumbuhan perusahaan daripada para investor yang lain (Taswan,2003).

- Firm Size

Ukuran perusahaan di-proxykan sebagai total asset perusahaan pada akhir tahun. Studi sebelumnya mendokumentasikan bahwa insider ownership akan lebih banyak pada perusahaan yang lebih kecil daripada perusahaan besar. Menurut Bathala et al (1994), sebagai perusahaan yang lebih besar, sebuah proporsi kepemilikan yang relatif lebih kecil dimiliki oleh manajer dengan berhutang untuk membatasi kekayaan pribadi, sementara pinjaman personal itu terbatas dan juga insider akan menghadapi persoalan diversifikasi (Taswan,2003). Ini mengindikasikan bahwa firm size akan berhubungan negatif dengan insider ownership.

Security Exchange Commission (SEC) mengharuskan *insider* yang mempunyai kepemilikan lebih besar dari 10% dari saham perusahaan harus melaporkan kegiatan transaksi sekuritasnya ke SEC secara bulanan. Informasi ini dipublikasikan secara bulanan oleh SEC dalam publikasi “*Official Summary of Security Transaction and Holdings* “. *Official Summary* ini telah banyak

digunakan sebagai basis data penelitian untuk menguji apakah *insider* dapat memperoleh *abnormal return*.

Penelitian-penelitian lain yang membahas keterkaitan insider ownership telah banyak dilakukan seperti Berle dan Means (dikutip dari Richard J Dowen dan W Scott Bauman (1997)) yang menolak issue mengenai hubungan antara ownership dan pengendalian di dalam perusahaan, telah menjadi sebuah masalah dalam pemahaman yang besar. Jensen dan Mecking menyusun studi mengenai masalah ini dibawah rubrik "*agency cost*". Satu proposal untuk mengurangi *agency cost* untuk manajemen di dalam perusahaan untuk memegang bagian yang substansial dalam saham.

Studi yang menerima hubungan antara manajer kepemilikan (*managerial ownership*) dan kinerja perusahaan adalah seperti Santerre dan Neun menggunakan pengukuran akuntansi dan data dari tahun 1930, menemukan bahwa porsi kecil kepemilikan saham manajer memiliki hubungan dengan tingkat kinerja yang rendah. Beberapa peneliti lain yang melakukan studi tentang pengaruh-pengaruh lain dari insider ownership, dikutip dari Masyhuri Hamidi (2003). Hasil penelitian Haugen dan Senbet (1981) menunjukkan bahwa insider ownership atas opsi-opsi yang ada bisa memberikan insentif bagi para manajer dalam membuat keputusan-keputusan yang mendukung kepentingan pemegang saham. Morck et al. (1998) menemukan bahwa adanya hubungan antara insider ownership dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian empiris yang dilakukan Jensen et al. (1992) membuktikan adanya interdependensi antara insider ownership, tingkat hutang, dan kebijaksanaan dividen. menurut Walking dan Long (1984), benston (1985),

Agrawal dan Mandelker (1987), dan Sicherman dan Pettway (1987) memberikan bukti-bukti bahwa insider ownership mempengaruhi tingkatan dan sifat aktifitas merger dan akuisisi yang akan dimasuki oleh perusahaan. Seperti yang dikutip Benston (1985, p.82):

*....kepemilikan saham merupakan suatu cara penting, dimana para manajer didorong untuk bertindak demi kepentingan-kepentingan para pemegang saham.*

Kenyataannya bahwa banyak penelitian telah menemukan efek insider ownership atas berbagai keputusan yang diambil, mengarahkan pada adanya kemungkinan bahwa insider ownership juga memiliki hubungan dengan efisiensi pasar modal, terutama untuk bentuk efisiensi pasar semi kuat. Richard J Downen dan W. Scott Bauman (1997) mengemukakan bahwa pengaruh insider ownership merupakan issue penting dari sudut pandang efisiensi pasar setengah kuat. Jika pasar dalam bentuk efisiensi setengah kuat, semua informasi yang dipublikasikan seharusnya dengan cepat dan lengkap dimasukan ke dalam harga saham. Karena secara umum, informasi yang dipublikasikan menyediakan porsi informasi mengenai insider ownership.

### **2.3 Penelitian Terdahulu**

Berikut ini adalah beberapa penelitian mengenai efisiensi pasar yang pernah dilakukan, seperti:

a. Doddy setiawan dan Jogiyanto Hartono (2002)

Penelitian mereka menanggapi isu efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan, yang diusulkan Hartono (1998), dengan menganalisis pengumuman dividen meningkat di Bursa Efek Jakarta. Hartono (1998) menyatakan bentuk efisiensi pasar setengah kuat menurut Fama (1970) dapat dikembangkan lebih lanjut menjadi : efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi (informationally efficient market) dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara keputusan (decisionally efficient market).

Konsep Fama oleh Hartono dan Jogiyanto dapat dikembangkan lebih lanjut dengan memperhitungkan kecanggihan pelaku pasar dalam menginterpretasikan sinyal yang berasal dari pengumuman merger dan dividen. Tujuan dari penelitian mereka adalah untuk membuktikan bukti empiris mengenai kandungan informasi dividen dan memberikan bukti empiris mengenai kecanggihan investor dalam mengolah informasi, sehingga mampu bertindak secara tepat terhadap pengumuman dividen yang dikeluarkan perusahaan dan juga memberikn bukti empiris apakah Bursa Efek Jakarta sudah efisien setengah kuat secara keputusan atau belum.

b. Muhammad Fendi Susiyanto (1997)

Didalam tesisnya yang berjudul “ Pengujian efisiensi pasar modal di Indonesia bentuk lemah dan bentuk setengah kuat pada periode 1994-1996”, menyatakan bahwa:

- i. Pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah baik untuk periode amatan tahun 1994,1995,dan 1996 dan periode amatan tahun 1994 sampai dengan 1996 (3 tahun) dari hasil pengamatan, menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia dari tahun ke tahun menunjukkan adanya peningkatan efisiensi bentuk lemah.
- ii. Pasar modal Indonesia masih belum efisien dalam bentuk setengah kuat untuk periode amatan tahun 1994-1996.

c. Arif Fajar Nugroho (1996)

Hasil penelitian Arif Fajar Nugroho didalam tesisnya yang berjudul “Efisiensi pasar modal di Indonesia periode 1992-1995” menyatakan bahwa seluruh hasil pengujian menunjukkan terjadi peningkatan efisiensi bentuk lemah di Bursa efek Jakarta dari tahun ke tahun. Kondisi ini ditunjukkan pada hasil pengujian efisiensi pasar modal di Bursa Efek Jakarta periode 1992 baru terbukti pada uji runtun tes dan filter rule sedangkan pada periode selanjutnya telah terbukti pada pengujian otokorelasi dan runtun tes sehingga tak perlu uji filter rules. Peningkatan efisiensi pada tahun 1993, 1994,dan 1995 tercermin dari hasil uji runtun yang dilakukan.

Hasil pengujian serial korelasi dari tahun ke tahun selanjutnya menunjukkan semakin kecil nilai rata-rata absolut koefisien serial korelasi dan semakin



berkurang jumlah saham yang tidak mendukung hipotesis bahwa pola perubahan harga saham mingguan independen dengan perubahan harga saham mingguan sebelumnya.

Secara keseluruhan pada tahun 1992, 1992, 1994 dan 1995 Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah memenuhi kondisi efisiensi informasional dalam bentuk lemah. Hasil pengujian juga menunjukkan terjadinya peningkatan efisiensi informasional bentuk lemah dari tahun ke tahun. Implikasi dari penelitian Arif Fajar Nugroho ini menyatakan pengujian efisiensi informasional di Pasar Modal Indonesia menunjukkan bahwa setelah tahun 1993 di Pasar Modal Indonesia telah tercapai efisiensi bentuk lemah dan terjadi peningkatan efisiensi dari tahun ke tahun. Dengan dicapainya efisiensi bentuk lemah, perubahan harga saham masa lalu tidak dapat di gunakan untuk memperkirakan perubahan harga saham di masa yang akan datang.

Selain penelitian tentang efisiensi pasar bentuk setengah kuat, berikut ini penelitian terdahulu mengenai keterkaitan insider ownership seperti:

a. Richard J Downen dan W Scott Bauman (1997)

Downen dan Bauman melakukan penelitian untuk menguji hubungan insider ownership didalam perusahaan besar dan kecil dengan efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Hasil penelitian mereka menunjukkan untuk perusahaan besar dan kecil, terdapat hubungan tidak linear antara insider ownership dan abnormal return. Hasil dari studi mereka tidak konsisten dengan pemikiran yang menyatakan adanya informasi membuat pasar untuk perusahaan besar dan terkenal lebih efisien daripada perusahaan kecil dan kurang terkenal.

Penjelasannya, secara relatif porsi yang kecil di dalam perusahaan yang besar memiliki insider ownership yang besar.

b. Agus Sartono (2001)

Agus Sartono melakukan penelitian yang menguji hubungan dari faktor-faktor yang mempengaruhi ke-pemilikan orang dalam (insider ownership), utang dan kebijakan deviden. Kesimpulan penelitian ini tidak sepenuhnya mendukung proposisi bahwa keputusan keuangan dan variabel-variabel kepemilikan orang dalam atau insider ownership, utang serta kebijakan dividen adalah saling berkaitan. Dari hasil penelitian Agus Sartono (2001) dapat disimpulkan pertama, variabel kepemilikan orang dalam, utang debt dan kebijakan dividen, menunjukkan nilai F hitung signifikan pada ketiga model penelitian. Sehingga dapat dikatakan bahwa orang dalam, utang, dan kebijakan dividen secara serempak memiliki hubungan yang signifikan dan saling berpengaruh.

Tetapi variabel utang dan dividen secara individual tidak mempengaruhi variabel kepemilikan orang dalam. Hal ini disebabkan karena informasi kepemilikan orang dalam tidak terdeteksi secara akurat. Terdapat kepemilikan silang pada perusahaan yang digunakan dalam sampel khususnya kepemilikan institusional. Bukti empiris yang lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam secara individu tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap utang. Hasil lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam dan utang secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

c. Mansyhuri Hamidi (2003)

Mansyhuri Hamidi melakukan peneliti untuk menguji secara empiris : (1) apakah internal cash flow, insider ownership, dan investment opportunity berpengaruh signifikan terhadap capital expenditure? (2) apakah hipotesis pecking order atau hipotesis managerial yang berlaku pada Bursa Efek Jakarta?.

Salah satu hasil penelitiannya menyatakan bahwa koefisien variabel insider ownership adalah positif tetapi tidak ada yang signifikan selama periode penelitian. Kemungkinan hal ini karena level kepemilikan manajerial masih sangat rendah. Disamping itu data perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial masih sedikit. Penemuan ini sesuai dengan apa yang diprediksi oleh hipotesis pecking order dan selanjutnya hasil penelitian ini bertentangan dengan prediksi hipotesis managerial yang menyatakan bahwa pengaruh insider ownership terhadap capital expenditure perusahaan signifikan dengan arah yang terbalik. Dengan demikian pemegang saham tidak perlu memberikan kepemilikan saham kepada pihak manajemen, dalam rangka mengatasi perilaku manajemen yang cenderung melakukan over-investment dalam keputusan-keputusan capital expenditure. Penelitian ini belum mampu menjelaskan fenomena terjadinya agency conflict antara pemegang saham dan manajemen. Sementara itu, setiap ada pemisahan kepemilikan dan pengendalian selalu memunculkan konflik.

d. Taswan (2003)

Penelitian ini menguji pengaruh insider ownership, kebijakan hutang dan dividen terhadap nilai perusahaan . penelitian ini menggunakan model persamaan struktural (Structural Equation Modelling). Oleh karena itu beberapa variabel

yang mempengaruhi insider ownership, kebijakan hutang dan dividen dipertimbangkan untuk mengetahui pengaruh langsung dari variabel, seperti resiko bisnis, profitabilitas. Pertumbuhan perusahaan dan Size perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah variabel kebijakan hutang dan Insider Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

#### **2.4. Hipotesis Penelitian**

Literatur-literatur akuntansi selama ini didominasi oleh peristiwa yang terjadi di pasar modal yang secara cepat menampung segala informasi baru ke dalam harga sekuritas. Terbukti pada literatur kontemporer seperti Fama (7), Smith (20), dan Jensen & Ruback (12) (dikutip dari Richard J Dowen dan W Scott Bauman (1997)). Study yang lebih berhubungan secara langsung dikemukakan oleh Jaffe (dikutip dari Jogiyanto, 2000), menemukan bahwa ketika membeli suatu sekuritas yang banyak dibeli oleh Insider dan menjual sekuritas yang banyak dijual oleh insider dapat menghasilkan abnormal return yang tinggi. Hasil ini menunjukkan bahwa insider tampaknya mempunyai informasi privat yang belum terfleksikan di harga sekuritas. Sebaliknya, ketika penjual-penjual *insider* melebihi pembeli-pembeli *insider*, maka saham-saham tersebut cenderung memiliki kinerja yang rendah.

Demseltz dan Lehn (1985) mengajukan banyak bukti untuk hipotesis bahwa insider ownership bervariasi antar setiap perusahaan (Kuncoro Budi Winarno, 2003). Jika perusahaan dengan insider ownership yang rendah memiliki

agency cost yang lebih besar, kemudian secara konsisten dengan hipotesa efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat meminta kebenaran ini akan secara cepat dimasukan ke dalam harga saham. Jadi jika pasar tersebut dalam keadaan efisiensi setengah kuat (semi strong) maka beberapa abnormal return yang disebabkan atas perubahan didalam agency cost tersebut seharusnya tidak lama bertahan dan terjadi hanya ketika ada perubahan yang signifikan didalam posisi kepemilikan manajemen, diasumsikan bahwa agency cost berubah ketika ada perubahan *insider ownership*. Ini disebabkan pasar tersebut dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk jangka waktu yang lama. Karena pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia.

Namun, jika bila porsi insider ownership di dalam perusahaan tersebut tinggi, maka nilai perusahaan tersebut juga meningkat dan akan mengurangi agency difficulties melalui pengurangan insentif untuk mengkonsumsi manfaat/keuntungan dan mengambil alih kekayaan pemegang saham. Hal ini membuat kinerja manajemen perusahaan tersebut meningkat, dan menimbulkan kepercayaan terhadap pihak calon investor. Hal ini didukung oleh argumen dari Hirschey dan zaima (1989) (dikutip dari Taswan /2003) yang memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan pemilik insider yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan pemilik Insider yang lebih rendah. Sehingga tidak ada informasi yang tidak diketahui oleh pihak calon investor, karena tidak ada investor atau

group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk jangka waktu yang lama. Ini yang diharapkan didalam pasar efisiensi setengah kuat, tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama .

Sehingga beberapa informasi baru mengenai *insider ownership* seharusnya segera dimasukan ke dalam harga pasar dan tidak terdapat abnormal return untuk jangka panjang. Hal ini dilakukan untuk mendukung keefisiensienan pasar tersebut, terutama jika pasar tersebut dalam bentuk setengah kuat (semi-strong).

Didalam suatu bagian yang tepat, pasar membuat sebuah *ex-tante* yang mengestimasi perubahan didalam agency cost yang disebabkan oleh adanya perubahan kepemilikan. Jika estimasi ini tidak bias, rata-rata cross-sectional diobservasi dalam excess return dalam jangka panjang seharusnya nol Richard J Dowen dan W Scott Bauman (1997).

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu tersebut diatas, maka peneliti memberikan hipotesis bahwa pasar modal yang berbentuk efisiensi pasar setengah kuat berhubungan dengan tingkatan *insider ownership*.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penentuan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling*, yaitu sampel perusahaan yang terpilih didasarkan pada kriteria tertentu, dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Adapun kriteria perusahaan yang dimaksud adalah

1. Sampel telah terdaftar pada BEJ sejak tahun 2000-2003
2. Sampel adalah perusahaan yang memiliki data *insider ownership* selama tahun 2000-2003

Pertama akan ditentukan jumlah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2000-2003, kemudian akan ditentukan jumlah perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria yang telah ditetapkan

#### **3.2. Sumber dan Data yang diperlukan**

Data yang diperlukan merupakan data sekunder yaitu data yang sudah diolah oleh pihak perusahaan, diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) dan salinan arsip laporan keuangan perusahaan yang diperoleh dari BEJ. Data *insider ownership*, market size dan assets dan earnings yield diperoleh dari Laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan Bursa Efek Jakarta khususnya

dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Data abnormal return yang sudah dikoreksi diperoleh dari Pojok Bursa Efek Jakarta (BEJ)MM FE UIL.

### 3.3. Variabel-variabel Penelitian

Variabel-variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### a. Cumulative abnormal return

Yaitu: penjumlahan abnormal return hari sebelumnya di dalam peristiwa untuk masing-masing sekuritas. Abnormal return merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal/ekspektasi. Variabel ini digunakan untuk mengetahui efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat.

Penghitungan abnormal return menggunakan market model / single index model. Hal ini sesuai dengan penelitian Richard J Dowen dan W. Scott Bauman (1997). Model pasar (market model) ini memiliki asumsi bahwa return dan resiko tiap saham mempunyai hubungan yang linier dengan return dan resiko saham secara keseluruhan. Apabila return pasar berubah, return setiap saham secara individu juga akan berubah. Market model ini digunakan untuk mengetahui return yang diharapkan setelah terlebih dahulu dihitung besarnya konstanta (alfa) dan Koefisien regresi (beta).

Formula model pasar adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Dimana:

$R_{it}$  = return saham I pada waktu t



$R_{mt}$  = return pasar pada saat  $t$  yang dilihat pada indeks pasar (IHSG)

$\alpha_i$  dan  $\beta_i$  = konstanta (intercept) dan koefisien regresi (slope)

$e_{it}$  = nilai residu saham  $i$  pada saat  $t$

Total return yang diharapkan yang diperoleh pemodal atas investasi saham  $i$  pada saat  $t$  ditunjukkan oleh  $R_{it}$ . Dari persamaan model di atas, total return tersebut terdiri dari normal dan abnormal return. Besarnya normal return tersebut ditunjukkan oleh notasi  $(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$ . Abnormal return ditunjukkan oleh  $e_{it}$ , sehingga abnormal return adalah

$$e_{it} = E(R_{it}) - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}).$$

Untuk menghitung abnormal return, periodenya diambil mulai tanggal 1 april 2000,2001,2002,2003. Dimulai tanggal 1 april untuk memastikan bahwa semua informasi tersebut relevan yang dikeluarkan kepada publik sebelum penghitungan return. Dan untuk mengetahui apakah pasar itu dalam keadaan efisiensi setengah kuat, maka dihitung besarnya CAAR (cumulative abnormal return) dari semua saham yang diteliti.

$$CAAR_i = \sum_{t=1}^{12} e_{it}$$

Dimana:

$e_{it}$  adalah abnormal return untuk perusahaan  $i$  pada bulan  $t$ .

Apabila besarnya CAAR ini secara signifikan tidak berbeda dengan nol secara signifikan, maka pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat (Muhammad Fendi Susiyanto/1997).

Husnan dan Hanafi (1991) meneliti perilaku harga saham di pasar perdana di BEJ, pada tahun 1990. Setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di bursa, minggu pertama memang menunjukkan bahwa pemodal mampu memperoleh rata-rata abnormal return yang positif dan signifikan. Tetapi setelah masuk ke pasar sekunder, terjadi kenaikan harga saham-saham (relatif terhadap pasar), dan sewaktu mencapai minggu ke-4 kenaikan ini telah demikian tingginya sehingga terjadi rata-rata abnormal return yang negatif dan signifikan. Abnormal return yang negatif berarti harga saham sudah terlalu tinggi. Fenomena tersebut juga menunjukkan bahwa efisiensi informasi pasar modal dalam bentuk setengah kuat masih belum terpenuhi.

b. Insider Ownership

Menurut Mansyhuri Hamidi (2003), insider ownership adalah presentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi pada perusahaan  $i$  pada periode  $t$  untuk masing-masing periode pengamatan. Variabel ini diperoleh dengan menghitung persentase dari saham yang dimiliki oleh pihak internal perusahaan yang aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar (Kuncoro Budi Winarno, 2003).

Secara matematik dirumuskan sebagai berikut:

$$IO_{it} = \frac{D \& C \ SHRS_{it}}{TOTSHRS_{it}}$$

dimana:

$D \& C \text{ SHRS}_{it}$  = Saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi pada perusahaan  $i$  pada waktu  $t$ . (Chen dan Steiner, 1999; Crutchley dan Hansen, 1989)

$\text{TOTSHRS}_{it}$  = Total jumlah saham yang dikeluarkan.

- c. Market size adalah harga saham penutupan yang dikeluarkan pada periode 31 Desember.
- d. Earnings Yield adalah keuntungan bersih perusahaan dibagi dengan seluruh jumlah saham perusahaan. Ratio ini sering kali disebut pula sebagai jumlah kali dari pembelian hasil lancar dengan harga pasar.

### 3.4 Teknik Analisis

Model analisis yang digunakan untuk menganalisis hubungan variabel-variabel penelitian adalah sebagai berikut:

#### Analisis korelasi

Untuk mengukur kekuatan hubungan antara insider ownership dengan variabel-variabel control / pengendali (market size dan earnings yield) untuk masing-masing tahun digunakan analisis korelasi. Hubungan tersebut bisa diringkas dalam matriks korelasi yang menunjukkan koefisien yang menunjukkan koefisien diantara tiap pasangan variabel. Koefisien korelasi biasanya dinyatakan dengan  $\rho$  yang nilainya dari -1 sampai dengan +1. Nilai -1 berarti korelasi negatif sempurna, 0 berarti tidak ada korelasi, dan +1 berarti korelasi positif sempurna (Abdul Hakim, 2000).

Dimana nilai koefisien determinasinya adalah

$$r_{adj}^2 = 1 - \left[ \left( 1 - r^2 \right) \frac{n-1}{n-p-1} \right]$$

dimana P adalah jumlah variabel penjelas dalam persamaan regresi. Koefisien determinasi digunakan untuk memperhitungkan baik jumlah variabel penjelas maupun ukuran sampel ( Abdul Hakim,2000). Hal ini penting terutama jika kita membandingkan dua atau lebih model regresi yang memprediksi variabel dependen yang sama, tetapi kita mempergunakan jumlah variabel independen yang berbeda.

### **Model Regresi Berganda**

Analisis regresi menjadi alat untuk mengukur bagaimana pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini. Karena alat analisis regresi merupakan analisis yang digunakan untuk menunjukkan bagaimana sifat dari hubungan antar variabel. Tujuan dari analisis regresi adalah untuk memprediksi besarnya variabel dependen dengan menggunakan data variabel dengan menggunakan data variabel independen yang sudah diketahui besarnya (Santoso,2000). Untuk itu analisis regresi dapat digunakan untuk menjelaskan permasalahan yang diteliti secara statistik yaitu mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini digunakan model regresi linear berganda dengan menggunakan *pooled time series cross-sectional*. Model ini merupakan metode regresi linier yang didasarkan atas penggabungan Data Cross-Section dengan Data Time Series dengan model sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e \dots\dots\dots(3.1)$$

Dimana:

Y	= abnormal return
a	= konstanta
b <sub>1</sub> ,b <sub>2</sub> ,b <sub>3</sub> ,b <sub>4</sub> ,b <sub>5</sub>	= koefisien regresi linear yang dapat ditaksir dengan n buah pasang data
X <sub>1</sub>	= own 05
X <sub>2</sub>	= own 25
X <sub>3</sub>	= own 100
X <sub>4</sub>	= Market Size
X <sub>5</sub>	= earnings yield
e	= Random error

Untuk membuktikan pengaruh dari insider ownership, maka Insider ownership dipisahkan menjadi tiga kategori:

OWN05	= terdapat pengaruh insider ownership, jika insider ownership < 5 persen. = pengaruhnya 5 persen jika insider ownership ≥ 5 persen
OWN25	= tidak terdapat pengaruh atau 0, jika insider ownership < 5 persen = pengaruh insider ownership – 5 persen, jika insider ownership diantara 5 persen sampai 25 persen = pengaruhnya sebesar 20 persen jika insider ownership ≥ 25 persen
OWN100	= tidak terdapat pengaruh atau 0, jika insider ownership < 25 persen = insider ownership – 25 persen jika insider ownership ≥ 25 persen

### 3.5. Pengujian Hipotesis

#### - Uji Asumsi Klasik

Untuk melakukan analisis regresi linear harus memperhatikan asumsi-asumsi yang mendasari model regresi. Asumsi tersebut adalah apabila terjadi *autokorelasi*, *heterokedastisitas*, *multikolinearitas*, dan *normalitas* diantara variabel bebas dalam regresi tersebut. Setelah model yang akan diuji memenuhi

asumsi klasik regresi, maka tahap selanjutnya uji statistik p-value. Penjabaran dari uji asumsi klasik diatas adalah sebagai berikut:

Ada 4 asumsi penting yang mendasari model regresi linear klasik, yaitu variabel-variabel tersebut mempunyai distribusi normal, varians bersyarat adalah konstan atau homoskedastik, tidak ada autokorelasi dan tidak multikolinearitas diantara variabel-variabel yang menjelaskan :

a. *Autokorelasi*

Autokorelasi adalah korelasi (hubungan) yang terjadi diantara anggota-anggota dari serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (seperti pada data runtun waktu atau *time series data*) atau tersusun dalam rangkaian ruang (seperti pada data silang waktu atau *cross-sectional data*) (Gunawan Sumodiningrat,1995).

Penaksiran model regresi mengandung asumsi bahwa tidak terdapat autokorelasi disturbance term, yaitu:

$$\begin{aligned} \text{Cov}(U_i U_j) &= E[U_i U_j] = E[U_i][U_j] \\ &= 0 \text{ untuk } i \neq j \text{ karena } E[U_i] = E[U_j] = 0 \end{aligned}$$

Asumsi diatas mengandung arti nilai-nilai faktor gangguan U yang berurutan tidak tergantung secara kontemporer, yaitu gangguan yang terjadi pada satu titik pengamatan tidak berhubungan dengan faktor-faktor gangguan lainnya.

Faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya autokorelasi adalah sebagai berikut:

- Data observasi dimulai disituasi kelesuan, data observasi yang menarik jelas dipengaruhi oleh data sebelumnya.
- Data tidak memasukan variabel bebas tertentu yang sebelumnya turut mempengaruhi variabel terikat.
- Bentuk model yang tidak tepat.

Jika gejala autokorelasi terjadi, maka mengakibatkan variance residual (error term) akan dipeoleh lebih rendah daripada semestinya yang mengakibatkan  $R^2$  menjadi lebih tinggi daripada yang seharusnya.

Santoso (2000) mengemukakan secara umum deteksi adanya autokorelasi bisa diambil patokan:

- o Angka D-W dibawah -2, berarti ada autokorelasi positif
- o Angka D-W diantara -2 sampai 2, berarti tidak ada autokorelasi
- o Angka D-W diatas +2, berarti ada autokorelasi negatif.

*b. Multikolinearitas*

Istilah multikolinearitas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linear diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi (Gunawan Sumodiningrat,1995). Bila variabel-variabel bebas berkorealsi dengan sempurna (perfect multicollinearity). Dalam hal ini disebut variabel-variabel bebas tidak orthogonal. Variabel-variabel yang bersifat orthogonal adalah variabel-variabel bebas yang nilai korelasi dengan sesamanya sama dengan nol. Jika terdapat korelasi yang sempurna sesama variabel bebas sehingga nilai koefisien korelasi diantara sesama variabel ini sama dengan satu, maka konsekuensinya menjadi :

- Koefisien-koefisien regresi menjadi tidak dapat diukur.

- Nilai standar error setiap koefisien menjadi tidak berharga.

Cara mendeteksi:

Untuk mendeteksi ada tidaknya hubungan multikolinearitas diantara variabel-variabel bebas dengan variabel terikat dapat dilihat pada tolerance value atau variance inflation factor (VIF). Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas adalah mempunyai nilai VIF disekitar angka 1, mempunyai angka tolerance mendekati 1. batasan VIF adalah 5, jika nilai VIF dibawah 5, maka tidak terjadi gejala multikolinieritas dan sebaliknya (singgih Santoso,2000).

Beberapa metode untuk menghilangkan Multikolinearitas (Gunawan Sumodiningrat,1995) adalah:

- Memperbesar ukuran sampel

Dengan memperbesar ukuran sampel, maka kovarian diantara parameter-parameter dapat dikurangi. Hal ini disebabkan karena kovarian berhubungan terbalik dengan ukuran sampel. Tetapi harus diingat, bahwa hal ini akan benar bila interkorelasi yang terjadi hanya didalam sampel dan bukan di dalam populasi dari variabel-variabel. Jika variabel-variabel itu berkolinear didalam populasi, maka prosedur memperbesar ukuran sampel tidak akan menolong mengurangi multikolinearitas.

- Memasukan persamaan tambahan ke dalam model.

Penambahan persamaan baru ini akan mengubah model persamaan tunggal (yang asli) menjadi model persamaan simultan. Selanjutnya, untuk menghilangkan multikolinearitas, dapat diterapkan metode penyederhanaan



(reduced-form) seperti yang biasa digunakan untuk menaksir model-model persamaan simultan.

– Penggunaan informasi ekstra.

Informasi ekstra adalah informasi yang diperoleh dari sumber-sumber lain diluar sampel yang digunakan untuk penaksiran yang dapat diperoleh dari teori ekonomi atau beberapa hasil penelitian empiris sejenis yang telah pernah dilakukan.

Regresi pooling data cross-section dan data time series termasuk metode yang menggunakan informasi ekstra untuk menghilangkan masalah multikolinearitas. Pada dasarnya, Regresi pooling data cross-section dan data time series ini merupakan kasus khusus metode kuadrat terkecil yang mengandung restriksi. Dalam metode ini, pertama-tama, salah satu parameter dari fungsi (yang asli) ditaksir, kemudian taksiran parameter ini dipakai sebagai restriksi bagi fungsi (yang asli) untuk menaksir parameter sisanya. Contohnya dengan menggunakan persamaan (3.1):

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Kemudian, dimisalkan data time series sudah tersedia untuk menaksir fungsi diatas. Namun, karena insider ownership (own 05, own 25 dan own 100), size dan earnings yield secara umum ditemukan berkorelasi linear dalam sampel time series, maka pengaruh insider ownership (own 05, own 25 dan own 100), size dan earnings yield ( $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5$ ) tidak dapat dipisahkan. Dipihak lain, tidak mungkin mendapatkan pengaruh insider ownership

( $b_1, b_2, b_3$ ) dari sampel cross section. Dalam kondisi seperti ini, disarankan untuk menggunakan teknik pooling (penggabungan) data.

c. *Heteroskedastisitas*

Arif (1993) mengemukakan heteroskedastisitas adalah salah satu asumsi pokok dalam regresi linier klasik adalah bahwa varian setiap disturbance terms yang dibatasi oleh nilai tertentu mengenai variabel-variabel bebas adalah berbentuk suatu nilai konstan yang sama dengan  $\sigma^2$ .

$$E(\mu_i^2) = \sigma^2 \quad i = 1, 2, 3, 4, \dots, n$$

Akibat adanya gangguan heteroskedastisitas sama dengan akibat adanya autokorelasi, yaitu akibat adanya variabel varian dan taksiran kuadrat terkecil akan salah dan peramalan (prediksi) akan menjadi tidak efisien.

Deteksi adanya heteroskedastisitas, yaitu dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot (Santoso, 2000).

Dasar pengambilan keputusan :

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik (point-point) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

d. *Normalitas*

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi tersebut variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik mempunyai distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, dilakukan dengan beberapa cara. Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas adalah melihat histogram. Dengan membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun demikian dengan hanya melihat ini, kemungkinan bisa menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel yang kecil.

Metode yang lebih handal adalah dengan melihat Normal Probability Plot. Santoso (2000) mengemukakan bahwa untuk melakukan pengujian normalitas dapat dilihat dari penyebaran data pada sumbu diagonal dari grafik. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas. Sebaliknya jika data menyebar menjauhi garis diagonal, maka model regresi tersebut tidak memenuhi asumsi normalitas.

Setelah dilakukan uji awal (uji klasik) yang menguji mengenai asumsi dalam model yang digunakan, selanjutnya dilakukan uji regresi dan variabel-variabel yang digunakan serta menginterpretasikan hasil yang diperoleh.

#### **- Uji Hipotesis**

Hipotesis pada penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$H_0$  : Pasar modal yang berbentuk efisiensi pasar setengah kuat tidak berhubungan dengan tingkatan *insider ownership*

$H_0$  :  $\beta_1 = 0$

$H_A$  : Pasar modal yang berbentuk efisiensi pasar setengah kuat berhubungan dengan tingkatan *insider ownership*.

$H_A$  :  $\beta_1 \neq 0$

Untuk melihat hubungan antara efisiensi pasar setengah kuat yang digambarkan dengan Cumulative Abnormal Return (CAAR) dengan *insider ownership* penulis menggunakan persamaan regresi linier berganda dengan metode *pooled time series cross-sectional* (persamaan 3.1). Dan untuk menguji hipotesis diatas, maka digunakan analisis statistik uji-t. Uji t digunakan untuk melihat pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen.

$$t = \frac{b}{s_E}$$

Dengan menggunakan pendekatan probability value (p-value) dari nilai t-hitung yang dihasilkan dari persamaan (3.1) akan diamati tingkat signifikansi pada masing-masing variabel independet. Sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan hipotesa dengan syarat tertentu. Kriteria yang digunakan untuk menarik kesimpulan hipotesa penelitian diatas adalah apabila p-value dari nilai t-hitung lebih kecil dari  $\alpha$  ( $\alpha = 5\%$ ), maka hasil penelitian signifikan, atau dengan kata lain bila p-value dari nilai t-hitung  $\leq \alpha$  ( $\alpha = 5\%$ ),  $H_0$  ditolak yang berarti efisiensi pasar modal yang berbentuk efisiensi pasar setengah kuat memang memiliki hubungan dengan tingkatan *insider ownership*.

**BAB IV**  
**ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

**4.1 Deskripsi Penelitian**

Sampel harus diperoleh terlebih dahulu untuk mendapatkan data yang kemudian dijadikan variabel dalam penelitian. Pemilihan sampel didasarkan atas kelengkapan data mengenai perusahaan yang memiliki data insider ownership selama periode tahun 2000-2003. Data diperoleh dari Pojok BEJ FE UII dan Indonesian Capital Market Directory tahun 2000-2003. Setelah dilakukan pengamatan dan pemilihan terhadap perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta didapatkan 335 sampel perusahaan yang memenuhi kriteria. Jumlah sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada TABEL 4.1 Sedangkan nama perusahaan yang diambil dapat dilihat pada bagian lampiran 1.

**TABEL 4.1**

**JUMLAH SAMPEL TIAP TAHUN DAN TOTAL PERIODE PENELITIAN**

TAHUN	JUMLAH SAMPEL
2000	68 perusahaan
2001	83 perusahaan
2002	92 perusahaan
2003	92 perusahaan
2000-2003	335 perusahaan

Seluruh data yang digunakan untuk penelitian ini diambil dari Pojok Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang terdapat di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Setelah diperoleh data secara lengkap maka dilakukan penghitungan variabel Cumulative Abnormal Return (CAAR) dan insider ownership.

#### 4.2 Deskriptif Statistik

Gambaran karakteristik data obyek penelitian adalah sebagai berikut:

**TABEL 4.2**  
**DESKRIPTIF STATISTIK VARIABEL DEPENDEN**  
**DAN VARIABEL INDEPENDEN**

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Variance
CAAR	-3,94201	18,69421	1,1741925	2,38514053
OWN05	0,01	5,00	2,6416	2,08207
OWN25	-5	20	0,39	6,428
OWN100	-25	0	-1,57	6,069
MARKET SIZE	5	13600	678,32	1487,246
EARNINGS YIELD	-1078	5480	73,56	511,323

Sumber : Hasil Olahan Data

Tabel 4.1 diatas menunjukkan bahwa nilai rata-rata Cumulative Abnormal return (CAAR) adalah 1,1741925 yang berarti bahwa rata-rata CAAR yang dijadikan obyek penelitian sebesar 1,1741925%. Nilai rata-rata CAAR sebesar 1,1741925 menunjukkan bahwa penjumlahan abnormal return hari sebelumnya di dalam peristiwa untuk masing-masing sekuritas cukup besar. Nilai varians

Cumulative Abnormal return (CAAR) sebesar 2,38514053. Nilai ini merupakan angka yang cukup besar yang berarti Abnormal return yang dimiliki oleh perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini memiliki angka abnormal return yang beragam. Nilai minimum dan maksimum pada Cumulative Abnormal return (CAAR) masing-masing sebesar -3,94201 dan 18,69421. Hal ini menunjukkan bahwa abnormal return yang dimiliki oleh perusahaan yang dijadikan sampel paling rendah sebesar -3,94201% dan paling tinggi sebesar 18,69421%.

Variabel Insider Ownership (OWN05) memiliki rata-rata sebesar 2,6416 yang berarti bahwa proporsi insider ownership pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang termasuk kategori golongan OWN05 yakni yang terdapat pengaruh insider ownership, jika insider ownership  $< 5$  persen dan pengaruhnya 5 persen jika proporsi insider ownership  $\geq 5$  persen), rata-rata sebesar 2,6416 atau 264.16%. Nilai varians OWN05 adalah sebesar 2,08207. Nilai ini cukup besar yang berarti bahwa data tersebut cukup beragam. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi insider ownership yang termasuk kategori OWN05 cukup beragam. Nilai minimum dan maksimum OWN05 masing-masing sebesar 0,01 dan 5,00. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi insider ownership yang termasuk kategori OWN05 paling rendah sebesar 0,01 dan paling tinggi sebesar 5,00.

Variabel Insider Ownership (OWN25) memiliki rata-rata sebesar 0,39 yang berarti bahwa proporsi insider ownership pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang termasuk kategori golongan OWN25 yakni yang tidak terdapat pengaruh atau 0, jika insider ownership  $< 5$  persen, pengaruh insider

ownership – 5 persen, jika insider ownership diantara 5 persen sampai 25 persen dan pengaruhnya sebesar 20 persen jika insider ownership  $\geq$  25 persen,, rata-rata sebesar 0,39 atau 39%. Nilai varians OWN25 adalah sebesar 6,428. Nilai ini cukup besar yang berarti bahwa data tersebut cukup beragam.. Nilai minimum dan maksimum OWN25 masing-masing sebesar -5 dan 20. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi insider ownership yang termasuk kategori OWN25 paling rendah sebesar -5% dan paling tinggi sebesar 20%.

Variabel Insider Ownership (OWN100) memiliki rata-rata negatif sebesar -1,57 yang berarti bahwa proporsi insider ownership pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang termasuk kategori golongan OWN100 yakni yang tidak terdapat pengaruh atau 0, jika insider ownership  $<$  25 persen dan insider ownership – 25 persen jika insider ownership  $\geq$  25 persen, rata-rata dikategorikan tidak terdapat pengaruh dari insider ownership karena berada di bawah 25%. Nilai varians OWN100 adalah sebesar 6,069. Nilai ini cukup besar yang berarti bahwa data tersebut cukup beragam. Nilai minimum dan maksimum OWN100 masing-masing sebesar -25 dan 0. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi insider ownership yang termasuk kategori OWN25 paling rendah sebesar -25% dan paling tinggi sebesar 0.

Variabel market size memiliki rata-rata sebesar 678,32 yang berarti bahwa rata-rata harga saham penutupan pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 678,32. Nilai varians market size adalah sebesar 1.487,246. Nilai ini merupakan nilai yang besar yang berarti bahwa data tersebut menyebar. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham penutupan pada sampel beragam yang berarti bahwa tidak



semua harga saham penutupan rendah, tapi ada juga perusahaan yang memiliki harga saham penutupan yang tinggi. Nilai minimum dan maksimum market size masing-masing sebesar 5 dan 13.600. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham penutupan yang dimiliki oleh perusahaan yang dijadikan sampel paling rendah sebesar Rp 5,00 dan paling tinggi sebesar Rp 13.600.

Variabel earnings yield memiliki rata-rata sebesar 73,56 yang berarti bahwa keuntungan bersih dibagi dengan seluruh jumlah saham perusahaan pada perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 73,56. Nilai varians earnings yield adalah sebesar 511,323. Nilai ini merupakan nilai yang besar yang berarti bahwa data tersebut menyebar. Hal ini menunjukkan bahwa bank umum yang dijadikan obyek penelitian memiliki earnings yield yang cukup beragam. Nilai minimum dan maksimum earnings yield masing-masing sebesar 1.078 dan 5.480. Hal ini menunjukkan bahwa earnings yield yang dimiliki oleh perusahaan yang dijadikan sampel paling rendah sebesar 1.078 dan paling tinggi sebesar 5.480.

### **4.3 Analisa Hasil Pengujian**

#### **4.3.1 Hasil Analisis Korelasi**

Untuk mengukur kekuatan hubungan antara insider ownership dengan variabel variabel control / pengendali (market size dan earnings yield) untuk masing-masing tahun digunakan analisis korelasi. Koefisien korelasi biasanya dinyatakan dengan  $\rho$  yang nilainya dari -1 sampai dengan +1. Nilai -1 berarti korelasi negatif sempurna, 0 berarti tidak ada korelasi, dan +1 berarti korelasi positif sempurna (Abdul Hakim, 2000).

negatif sempurna, 0 berarti tidak ada korelasi, dan +1 berarti korelasi positif sempurna (Abdul Hakim, 2000).

Berikut hasil analisis korelasi dengan menggunakan SPSS for Windows 12.0

**TABEL 4.3**  
**HASIL ANALISIS KORELASI**

		Tot Ins Own	Market Size	Earnings
Tot Ins Own	Pearson Correlation	1	-,076	,011
	Sig. (2-tailed)	.	,167	,839
	N	335	335	334

Sumber : hasil pengolahan data

Terlihat dari Tabel diatas, bahwa hubungan Insider Ownership dengan variabel market size berkorelasi negatif (-0,076) sedangkan dengan earnings yield tidak memiliki korelasi (0,011). Hal ini menandakan persentase insider ownership tidak ada hubungannya dengan market size dan besarnya earnings yield.

#### 4.3.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk melihat apakah terdapat hubungan antara efisiensi pasar setengah kuat yang digambarkan dengan Cumulative abnormal return (CAAR) dengan insider ownership, dengan menggunakan model regresi *pooled time series cross-sectional*. Berikut ini adalah hasil regresi dengan menggunakan 3 variabel insider ownership yang telah dipisahkan menjadi tiga kategori, yaitu own05, own25 dan own 100, market size dan earnings yield untuk menjelaskan hubungannya dengan Cumulative Abnormal return ( CAAR ), yakni:

$$CAAR = 1,277 - 0,076 X_1 + 0,043 X_2 + 0,014 X_3 + X_4 + 0,001 X_5$$

dimana:  $X_1$  = own05  
 $X_2$  = own25  
 $X_3$  = own 100  
 $X_4$  = market size  
 $X_5$  = earnings yield

Dari persamaan diatas, dapat disimpulkan bahwa konstanta sebesar 1,277 (127,7%) menyatakan bahwa jika tidak ada own05, own25, own 100, market size dan earnings yield, maka Cumulative Abnormal return (CAAR) diprediksi konstan sebesar 127,7%, yang berarti CAAR suatu perusahaan mengalami kenaikan atau setiap kenaikan variabel independent tersebut merupakan prediksi terhadap kenaikan CAAR.

Untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel bebas terhadap CAAR (Cumulative Abnormal return), dilakukan uji statistik sebagai berikut:

**a. Uji koefisien determinansi ( $R^2$ )**

Nilai  $R^2$  dipergunakan untuk menunjukan berapa persen fluktuasi atau variasi pada CAAR (Y) dapat dijelaskan oleh variabel lain atau own05 ( $X_1$ ), own25 ( $X_2$ ), own 100 ( $X_3$ ), market size ( $X_4$ ) dan earnings yield ( $X_5$ ). Hasil uji  $R^2$  dapat dilihat pada lampiran.

Dilihat dari besarnya adjusted  $R^2$  adalah 0,034. Nilai ini mempunyai arti bahwa kemampuan variabel own05, own25, own 100, market size dan earnings yield dalam menjelaskan CAAR adalah sebesar 0,034 (3,4%). Keadaan ini

menunjukkan bahwa faktor-faktor lain diluar kelima variabel diatas, mampu menjelaskan besarnya CAAR adalah 96,6%.

#### b. Analisis Kuantitatif Pada Tingkat Signifikansi Regresi Linear

Dengan menggunakan pendekatan probability value (p-value) akan diamati tingkat signifikansi regresi linier pada masing-masing variabel independent. Apabila p-value dari nilai t-hitung lebih kecil dari  $\alpha$  ( $\alpha = 5\%$ ), maka hasil penelitian signifikan, dan apabila p-value lebih besar dari  $\alpha$  ( $\alpha = 5\%$ ), maka hasil tidak signifikan. Nilai p-value hasil uji regresi yang dilakukan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.5 berikut:

**TABEL 4.4**

#### **P-VALUE HASIL UJI PENGUJIAN REGRESI LINIER**

VAR	Koef. Reg	T-hitung	Probabilitas %	TINGKAT SIGNIFIKANSI (5%)
Own 05	-0,076	-1,127	0,261	Tidak Signifikan
Own 25	0,043	1,252	0,211	Tidak Signifikan
Own 100	0,014	0,373	0,710	Tidak Signifikan
Market Size	0,000	1,096	0,274	Tidak Signifikan
Earnings Yield	0,001	3,534	0,000	Signifikan

Sumber : hasil pengolahan data

Dari tabel tersebut tampak bahwa terdapat hanya variabel earnings yield yang hubungan dengan CAAR. Ini disebabkan karena Abnormal return

merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal (Jogiyanto,2000). Selain itu, laba juga merupakan informasi atau pengumuman yang dapat mempengaruhi harga sekuritas. Sedangkan 4 variabel lainnya (own05, own25,own 100, market size) terdapat hubungan yang tidak signifikan. Hal ini menandakan variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap CAAR, dimana variabel ini digunakan untuk mengetahui efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat. Padahal jika pasar tersebut berada dalam bentuk efisiensi setengah kuat, semua informasi yang dipublikasikan seharusnya dengan cepat dan lengkap dimasukan ke dalam harga saham. Karena porsi insider ownership dan market size merupakan informasi yang dipublikasikan dan dapat mempengaruhi harga sekuritas. Harga saham menunjukkan nilai perusahaan, dengan demikian bila harga saham meningkat maka nilai perusahaan meningkat. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak insiders, maka insiders akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung resiko secara langsung bila keputusan itu salah. Kepemilikan oleh insider juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (missallocation). Dengan demikian kepemilikan saham oleh insider merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Jadi, dapat disimpulkan pasar modal di Indonesia belum memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Karena pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten

(Jogiyanto, 2000). Sedangkan menurut Suad Husnan (2003) bentuk efisiensi setengah kuat (semi strong) adalah keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan public information.

Dari hasil uji hipotesis dengan menggunakan p-value menunjukkan variabel insider ownership (own05, own25 dan own100) gagal menolak hipotesis nol, yang artinya pasar modal yang berbentuk efisiensi pasar setengah kuat tidak berhubungan dengan tingkatan *insider ownership*.

### **4.3.3 Hasil Uji Asumsi Klasik**

Untuk mendapatkan model regresi linear berganda yang layak digunakan, maka model tersebut harus memenuhi asumsi klasik. Asumsi klasik tersebut adalah tidak terjadi gejala autokorelasi, multikolinearitas, varians bersyarat adalah konstan atau homokedastik diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi tersebut.

#### **4.3.3.1. Autokorelasi (Korelasi serial)**

Penaksiran model regresi linear berganda mengandung asumsi bahwa tidak terdapat korelasi serial diantara *disturbance terms*. Jika terjadi korelasi serial, maka akan mengakibatkan uraian residual (error terms) menjadi lebih rendah daripada semestinya yang mengakibatkan  $R^2$  menjadi lebih tinggi daripada yang seharusnya.

Santoso (2000) mengemukakan secara umum deteksi adanya autokorelasi bisa diambil patokan:

- Angka D-W dibawah -2, berarti ada autokorelasi positif
- Angka D-W diantara -2 sampai 2, berarti tidak ada autokorelasi
- Angka D-W diatas +2, berarti ada autokorelasi negatif

Untuk selengkapnya hasil uji autokorelasi ditunjukkan pada tabel 4.5 berikut:

**TABEL 4.5**  
**HASIL PENGUJIAN AUTOKORELASI**

N	DW	Keterangan
334	2,100	Ada gejala autokorelasi

Sumber : hasil pengolahan data

Pada bagian model summary, terlihat angka D-W sebesar 2.1. Hal ini berarti model regresi di atas terdapat masalah autokorelasi. Namun karena penelitian ini menggunakan pooling data bukan time series, jadi autokorelasi dapat diabaikan.

#### **4.3.3.2 Multikolinearitas**

Pengertian multikolinearitas adalah situasi adanya korelasi diantara variabel-variabel yang satu dengan yang lainnya, dalam hal ini disebut variabel bebas yang nilai korelasi nya diantara variabel bebas ini sama dengan satu, maka konsekuensinya adalah :

1. Koefisien-koefisien regresi menjadi tidak dapat ditaksir.

2. Nilai-nilai standar error setiap koefisien regresi menjadi tidak terhingga.

Multikolinearitas merupakan suatu kondisi adanya hubungan yang linear diantara variabel-variabel bebas. Menurut Santoso (2000) multikolinearitas dapat dideteksi dengan cara mengetahui besaran VIF (variance Inflation Factor) dan Tolerance. Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas adalah:

- Mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1
- Mempunyai angka TOLERANCE mendekati 1.

**TABEL 4.6**

**HASIL PERHITUNGAN PENGUJIAN MULTIKOLINEARITAS**

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
Own05 (X1)	0,832	1,202	Tidak terdapat gejala multikolinearitas
Own25	0,345	2,895	Tidak terdapat gejala multikolinearitas
Own100	0,318	3,147	Tidak terdapat gejala multikolinearitas
Market Size	0,986	1,014	Tidak terdapat gejala multikolinearitas
Earnings Yield	0,989	1,011	Tidak terdapat gejala multikolinearitas

Sumber : hasil pengolahan data

Pada tabel coefficient terlihat untuk variabel own05, market size, asset size dan earnings, angka VIF ada disekitar angka 1, namun own25 dan 100 berada diatas angka 1 (2,896 dan 3,150). Dalam kondisi seperti ini, korelasi yang terjadi diantara own25 dan 100 wajar karena sebagian datanya diambil dari persentase kepemilikan yang sama, yakni insider ownership. Secara umum, model regresi tersebut bebas dari multikolinearitas karena pada nilai tolerance semua variabel mendekati angka 1.



### 4.3.3.3 Heteroskedastisitas

Menguji apakah dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual dari suatu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas. Dan jika varians berbeda, disebut Heteroskedastisitas, model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas.

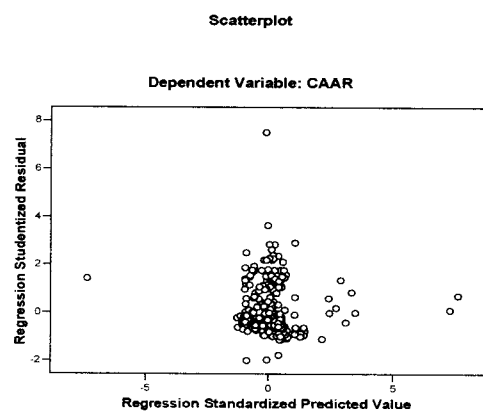
Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* (Santoso,2000).

Dasar pengambilan keputusan:

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik (point-point) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka telah terjadi Heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi Heteroskedastisitas.

#### GAMBAR 4.1

#### GRAFIK SCARTTEPLOT



Sumber : hasil pengolahan data

Dari grafik diatas, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini menandakan tidak terjadi Heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai.

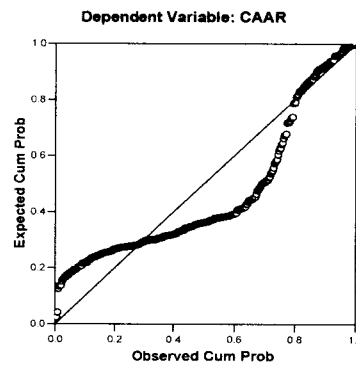
#### **4.3.3.4 Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi tersebut variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik mempunyai distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, dilakukan dengan berbagai cara. Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas adalah melihat histogram. Dengan membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun demikian dengan hanya melihat ini, kemungkinan bisa menyesatkan khususnya untuk sampel yang kecil.

Metode yang lebih handal dengan cara melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan plotting akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

**GAMBAR 4.2**  
**GRAFIK NORMAL PROBABILITY PLOT**

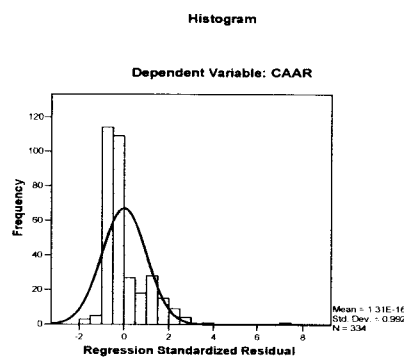
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : hasil pengolahan data

Dengan melihat tampilan grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti garis diagonal. Maka distribusi data tersebut normal.

**GAMBAR 4.3**  
**GRAFIK HISTOGRAM**



Sumber : hasil pengolahan data

Sedangkan pada tampilan grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal, maka kedua grafik ini menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai, karena memenuhi asumsi normalitas.

## BAB V

### KESIMPULAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang tidak linear antara abnormal return dengan insider ownership. Ini menandakan pasar modal di Indonesia belum memenuhi kriteria pasar modal bentuk setengah kuat.

Karena pasar akan berbentuk efisiensi setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten (Jogiyanto, 2000). Sedangkan menurut Suad Husnan (2003) bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong*) adalah keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan memanfaatkan public information. Dan dimana insider ownership merupakan informasi yang dipublikasikan yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.

Harga saham menunjukkan nilai perusahaan, dengan demikian bila harga saham meningkat maka nilai perusahaan meningkat. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak insiders, maka insiders akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung resiko

secara langsung bila keputusan itu salah. Kepemilikan oleh insider juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (missallocation). Dengan demikian kepemilikan saham oleh insider merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

## **5.2 Saran Untuk Penelitian Selanjutnya**

Agar mendapatkan gambaran yang lebih luas mengenai efisiensi pasar modal, khususnya pasar modal yang dalam bentuk setengah kuat dan insider ownership, saran untuk penelitian berikutnya adalah sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya dapat melakukan pengujian efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat secara informasi dan keputusan. Hal ini dimaksudkan agar pelaku pasar tidak hanya memperhatikan informasi yang dipublikasikan, namun juga dapat memperhatikan kecanggihan dari pelaku pasar di dalam menginterpretasikan dan menganalisis informasi lebih lanjut.
2. Pengujian efisiensi pasar tidak hanya melibatkan abnormal return, tapi juga memasukan kecepatan reaksi dari pelaku pasar.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Hakim, *Statistik Induktif Pengantar Ekonomi dan Bisnis*, Ekonisia, Yogyakarta, 2000
- Agus Sartono, *Kepemilikan Orang dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen : Pengujian Empirik teori keagenan (Agency teory)*, Jurnal Siasat Bisnis Vol.22, 2001
- Arif Fajar Nugroho, *Efisiensi Pasar Modal Di Indonesia periode 1992-1995 (studi kasus PT.BEJ)*, Thesis MM UGM, 1996
- Doddy Setiawan dan Jogiyanto hartono, *Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat Secara Keputusan : Analisis Pengumuman Dividen meningkat*, Simposium Nasional Akuntansi, Ikatan Akuntan Indonesia, 2002
- Gunawan Sumodiningrat, M.Ec, *Pengantar Ekonometrika*, BPFE, Yogyakarta, 1995
- Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta, 2000
- Kuncoro Budi Wianrno, *Pengaruh Struktur Kepemilikan saham terhadap Kebijakan Finansial Perusahaan pada Perusahaan yang terdaftar di BEJ*, Thesis MM UGM, 2003
- Mansyhuri Hamidi, *Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Oppurtunity, dan Capital Expenditure: Suatu Pengujian terhadap Hipotesis Pecking Order dan Managerial*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol.18, 2003
- Muhammad Fendi Susiyanto, *Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah dan bentuk Setengah Kuat pada periode 1994-1996*, Thesis MM UGM, 1997
- Richard J Downen dan W Scott Bauman, *The Relationship Between Market Efficiency and Insider Ownership in Large and Small Firms*, The Financial Review Vol.32 pp.185-203, 1997
- Singgih Santoso, *Statistik parameter*, Elex media kompetido, Jakarta, 2000
- Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta, 2003

Taswan, *Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi Vol.10, 2003



LAMPIRAN

**KODE SAHAM DAN NAMA PERUSAHAAN YANG DIAMBIL SEBAGAI  
SAMPel PENELITIAN**

**I. Data Sampel Tahun 2000**

<b>No</b>	<b>Nama Perusahaan</b>	<b>KODE</b>
1	PT. Astra Argo Lestari	AALI
2	PT. Dharma Samudra Fishing Industries, Tbk	DSFI
3	PT. Bukaka Teknik Utama, Tbk	BUKK
4	PT. Cahaya Kalbar	CEKA
5	PT. Prasadha Aneka Niaga, Tbk	PSDN
6	PT. Sekar Laut, Tbk	SKLT
7	PT. Siantar Top, Tbk	STTP
8	PT. Tunas Baru Lampung, Tbk	TBLA
9	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM
10	PT. Arga Pantes, Tbk	ARGO
11	PT. Panasia Indosyntec	HDTX
12	PT. Sunson Textill Manufacturer, Tbk	SSTM
13	PT. Concord Benefit Enterprises, Tbk	CNBE
14	PT. Hanson Industri Utama, Tbk	MYRX
15	PT. Karwell Indonesia, Tbk	KARW
16	PT. Sarasa Nugraha, Tbk	SRSN
17	PT. Surya Intrindo Makmur, Tbk	SIMM
18	PT. Barito Pacific Timber, Tbk	BRPT
19	PT. Daya Sakti Unggul, Tbk	DSUC
20	PT. Surya Dumai Industries, Tbk	SUDI
21	PT. Aneka Kimia Raya, Tbk	AKRA
22	PT. Budi Acid Jaya, Tbk	BUDI
23	PT. Eterindo Wahanatama, Tbk	ETWA
24	PT. Lautan Luas, Tbk	LTLS
25	PT. Tri Polyta Indonesia	TPIA
26	PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk	DPNS
27	PT. Asiaplast Industries, Tbk	APLI
28	PT. Berlina Co.Ltd, Tbk	BRNA
29	PT. Dynaplast, Tbk	DYNA
30	PT. Langgeng Makmur Plastic Industries Ltd, Tbk	LMPI
31	PT. Jakarta Kyoei stell Works Limited, Tbk	JKSW
32	PT. Jaya Pari Stell, Tbk	JPRS
33	PT. Lion Metal Works, Tbk	LION
34	PT. Lionmesh Prima, Tbk	LMSH
35	PT. Itamaraya Gold Industries, Tbk	ITMA
36	PT. Kedaung Indah, Tbk	KICI
37	PT. Multi Prima Sejahtera, Tbk	LPIN
38	PT. Inti Keramik Alamsri Industri, Tbk	IKAI
39	PT. Nipress, Tbk	NIPS
40	PT. Prima Alloy Stell, Tbk	PRAS
41	PT. Inter Delta, Tbk	INTD

42	PT. Perdana Bangun Pusaka, Tbk	KONI
43	PT. Berlian laju Tankers, Tbk	BLTA
44	PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk	RIGS
45	PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk	RALS
46	PT. Rimo Catur Lestari, Tbk	RIMO
47	PT. Toko Gunung Agung, Tbk	TKGA
48	PT. Bank Victoria International, Tbk	BUIC
49	PT. Manly Utama Finance, Tbk	MANY
50	PT. Trimegah Securities, Tbk	TRIM
51	PT. Asuransi ramayana, Tbk	ASRM
52	PT. Bintang Mitra Semestaraya, Tbk	BMSR
53	PT. Ciptojaya Kotrindoreksa, Tbk	CKRA
54	PT. Indonesia Prima Properti, Tbk	O.M.R.E
55	PT. Jaka Artha Graha, Tbk	JAKA
56	PT. Jakarta International Hotel&Development, Tbk	JIHD
57	PT. Jakarta Setia Budi Property, Tbk	JSPT
58	PT. Krida Perdana Indahgraaha, Tbk	KPIG
59	PT. Lippo Cikarang, Tbk	LPCK
60	PT. Mas Murni Indonesia, Tbk	MAMI
61	PT. Pakuwon jati, Tbk	PWON
62	PT. Pudjadi & Sons estates, Tbk	PNSE
63	PT. Pudjadi Prestige limited, Tbk	PUDP
64	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejati, Tbk	RBMS
65	PT. Hotel sahid jaya International, Tbk	SHID
66	PT. Sona TopasTourism Industries, Tbk	SONA
67	PT. Bakrie & Brothers, Tbk	BNBR
68	PT. Dyviacom Intrabumi, Tbk	DNET

## II. Data Sampel Tahun 2001

No	Nama Perusahaan	KODE
1	PT. Dharma Samudra Fishing Industries, Tbk	DSFI
2	PT. Wahana Phoniex Mandiri, Tbk	WAPO
3	PT. Central Korporindo Internasional, Tbk	CNKO
4	PT. Apac Citra Centertex, Tbk	MYTX
5	PT. Ryane Adibusana, Tbk	RYAN
6	PT. Bukaka Teknik Utama, Tbk	BUKK
7	PT. Cahaya Kalbar	CEKA
8	PT. Sekar Laut, Tbk	SKLT
9	PT. Siantar Top, Tbk	STTP
10	PT. Tunas Baru Lampung, Tbk	TBLA
11	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM
12	PT. Arga Pantes, Tbk	ARGO
13	PT. Panasia Indosyntec	HDTX
14	PT. Sunson Textill Manufacturer, Tbk	SSTM
15	PT. Hanson Industri Utama, Tbk	MYRX
16	PT. Karwell Indonesia, Tbk	KARW

17	PT. Surya Intrindo Makmur, Tbk	SIMM
18	PT. Barito Pacific Timber, Tbk	BRPT
19	PT. Daya Sakti Unggul, Tbk	DSUC
20	PT. Surya Dumai Industries, Tbk	SUDI
21	PT. Aneka Kimia Raya, Tbk	AKRA
22	PT. Budi Acid Jaya, Tbk	BUDI
23	PT. Eterindo Wahanatama, Tbk	ETWA
24	PT. Lautan Luas, Tbk	LTLS
25	PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk	DUTI
26	PT. Kurnia Kapuas Utama Give Industries, Tbk	KKGI
27	PT. Asiaplast Industries, Tbk	APLI
28	PT. Berlina Co.Ltd, Tbk	BRNA
29	PT. Dynaplast, Tbk	DYNA
30	PT. Langgeng Makmur Plastic Industries Ltd, Tbk	LMPI
31	PT. Lapindo Packaging, Tbk	LAPD
32	PT. Beton Jaya, Tbk	BTON
33	PT. Jakarta Kyoei stell Works Limited, Tbk	JKSW
34	PT. Jaya Pari Stell, Tbk	JPRS
35	PT. Lion Metal Works, Tbk	LION
36	PT. Lionmesh Prima, Tbk	LMSH
37	PT. Fatrapolindo Nusa Industri, Tbk	FPNI
38	PT. Tira Austenite, Tbk	TIRA
39	PT. Astra International, Tbk	ASII
40	PT. Itamaraya Gold Industries, Tbk	ITMA
41	PT. Kedaung Indah, Tbk	KICI
42	PT. Arwana Citramulia, Tbk	ARNA
43	PT. Inti Keramik Alamsri Industri, Tbk	IKAI
44	PT. Branta Mulia, Tbk	BRAM
45	PT. Nipress, Tbk	NIPS
46	PT. Prima Alloy Stell, Tbk	PRAS
47	PT. Selamat Sampurna, Tbk	SMSM
48	PT. Inter Delta, Tbk	INTD
49	PT. Perdana Bangun Pusaka, Tbk	KONI
50	PT. Pvridam Farma, Tbk	PYFA
51	PT. Berlian laju Tankers, Tbk	BLTA
52	PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk	RIGS
53	PT. Akbar Indo makmur Stimec, Tbk	AIMS
54	PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk	RALS
55	PT. Rimo Catur Lestari, Tbk	RIMO
56	PT. Toko Gunung Agung, Tbk	TKGA
57	PT. Wicaksana Overseas International, Tbk	WICO
58	PT. Bank Eksekutif International, Tbk	BEKS
59	PT. Bank Victoria International, Tbk	BVIC
60	PT. Sinar Mas Multiartha, Tbk	SMMA
61	PT. Bakti Investama, Tbk	BHIT
62	PT. Trimegah Securities, Tbk	TRIM
63	PT. Asuransi Harta Aman Pratama (AHAP), Tbk	AHAP
64	PT. Asuransi ramayana, Tbk	ASRM

65	PT. Bintang Mitra Semestaraya, Tbk	BMSR
66	PT. Indonesia Prima Properti, Tbk	O.MRE
67	PT. Jaka Artha Graha, Tbk	JAKA
68	PT. Karka Yasa Profilia, Tbk	KARK
69	PT. Krida Perdana Indahgraha, Tbk	KPIG
70	PT. Lamicitra Nusantara, Tbk	LAMI
71	PT. Mas Murni Indonesia, Tbk	MAMI
72	PT. Pakuwon jati, Tbk	PWON
73	PT. Pudjiadi & Sons estates, Tbk	PNSE
74	PT. Pudjiadi Prestige limited, Tbk	PUDP
75	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejati, Tbk	RBMS
76	PT. Roda Panggon Harapan, Tbk	RODA
77	PT. Hotel sahid jaya International, Tbk	SHID
78	PT. Panorama Sentra Wisata, Tbk	PANR
79	PT. Sona TopasTourism Industries, Tbk	SONA
80	PT. Centrin Online, Tbk	CENT
81	PT. Dyviacom Intrabumi, Tbk	CITA
82	PT. Info Asia Teknologi Global, Tbk	DNET
83	PT. Kopitisme Dot. Com	KOPI

### III. Data Sampel Tahun 2002

No	Nama Perusahaan	
1	PT. Dharma Samudra Fishing Industries, Tbk	DSFI
2	PT. Wahana Phoniex Mandiri, Tbk	WAPO
3	PT. Central Korporindo Internasional, Tbk	CNKO
4	PT. Hanjaya Mandala Sampurna, Tbk	HMSP
5	PT. Bukaka Teknik Utama, Tbk	BUKK
6	PT. Cahaya Kalbar	CEKA
7	PT. Sekar Laut, Tbk	SKLT
8	PT. Siantar Top, Tbk	STTP
9	PT. Tunas Baru Lampung, Tbk	TBLA
10	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM
11	PT. Arga Pantes, Tbk	ARGO
12	PT. Panasia Indosyntec	HDTX
13	PT. Sunson Textill Manufacturer, Tbk	SSTM
14	PT. Apac Citra Centertex, Tbk	MYTX
15	PT. Hanson Industri Utama, Tbk	MYRX
16	PT. Karwell Indonesia, Tbk	KARW
17	PT. Ryane Adibusana, Tbk	RYAN
18	PT. Surya Intrindo Makmur, Tbk	SIMM
19	PT. Barito Pacific Timber, Tbk	BRPT
20	PT. Daya Sakti Unggul, Tbk	DSUC
21	PT. Surya Dumai Industries, Tbk	SUDI
22	PT. Aneka Kimia Raya, Tbk	AKRA
23	PT. Budi Acid Jaya, Tbk	BUDI
24	PT. Eterindo Wahanatama, Tbk	ETWA

25	PT. Lautan Luas,Tbk	LTLS
26	PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk	DUTI
27	PT. Asiaplast Industries, Tbk	APLI
28	PT. Berlina Co.Ltd, Tbk	BRNA
29	PT. Dynaplast, Tbk	DYNA
30	PT. Fatrapolindo Nusa Industri,Tbk	FPNI
31	PT. Langgeng Makmur Plastic Industries Ltd, Tbk	LMPI
32	PT. Lapindo Packaging, Tbk	LAPD
33	PT. Summitplas Interbenua,Tbk	SMPL
34	PT. Alumindo Light Metal Industri,Tbk	ALMI
35	PT. Beton Jaya, Tbk	BTON
36	PT. Jaya Pari Stell, Tbk	JPRS
37	PT. Lion Metal Works, Tbk	LION
38	PT. Lionmesh Prima, Tbk	LMSH
39	PT. Tira Austenite,Tbk	TIRA
40	PT. Kedaung Indah, Tbk	KICI
41	PT. Arwana Citramulia, Tbk	ARNA
42	PT. Inti Keramik Alamsri Industri, Tbk	IKAI
43	PT. Sumi Indokabel,Tbk	IKBI
44	PT. Metrodata Electronics,Tbk	MTDL
45	PT. Branta Mulia,Tbk	BRAM
46	PT. Incranco Penta,Tbk	INTA
47	PT. Nipress, Tbk	NIPS
48	PT. Prima Alloy Stell, Tbk	PRAS
49	PT. Selamat Sampurna,Tbk	SMSM
50	PT. Inter Delta, Tbk	INTD
51	PT. Perdana Bangun Pusaka, Tbk	KONI
52	PT. Pyridam Farma,Tbk	PYFA
53	PT. Berlian laju Tankers, Tbk	BLTA
54	PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk	RIGS
55	PT. Samudra Indonesia,Tbk	SMDR
56	PT. Akbar Indo makmur Stimec, Tbk	AIMS
57	PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk	RALS
58	PT. Rimo Catur Lestari, Tbk	RIMO
59	PT. Toko Gunung Agung,Tbk	TKGA
60	PT. Bank Eksekutif International, Tbk	BEKS
61	PT. Bank Swadesi,Tbk	BSWD
62	PT. Bank Victoria International, Tbk	BVIC
63	PT. Sinar Mas Multiartha,Tbk	SMMA
64	PT. Artha Pacific Securities,Tbk	APIC
65	PT. Bhakti Investama,Tbk	BHIT
66	PT. Kresna Graha Sekurindo,Tbk	KREN
67	PT. Trimegah Securities, Tbk	TRIM
68	PT. Asuransi ramayana, Tbk	ASRM
69	PT. Bintang Mitra Semestaraya, Tbk	BMSR
70	PT. Ciputra Development,Tbk	CTRA
71	PT. Indonesia Prima Properti, Tbk	O.MRE
72	PT. Jaka Artha Graha, Tbk	JAKA

73	PT. Jakarta International Hotel & Development, Tbk	JIHD
74	PT. Jakarta Setiabudi Properti, Tbk	JSPT
75	PT. Karka Yasa Profilia, Tbk	KARK
76	PT. Krida Perdana Indahgraha, Tbk	KPIG
77	PT. Lamicitra Nusantara, Tbk	LAMI
78	PT. Mas Murni Indonesia, Tbk	MAMI
79	PT. Pakuwon jati, Tbk	PWON
80	PT. Pudjiadi & Sons estates, Tbk	PNSE
81	PT. Pudjiadi Prestige limited, Tbk	PUDP
82	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejati, Tbk	RBMS
83	PT. Roda Panggon Harapan, Tbk	RODA
84	PT. Surya Semesta Internusa, Tbk	SSIA
85	PT. Panorama Sentra Wisata, Tbk	PANR
86	PT. Hotel Sahid jaya International, Tbk	SHID
87	PT. Sona TopasTourism Industries, Tbk	SONA
88	PT. Cipta Panelutama, Tbk	CITA
89	PT. Gema Grahasarana, Tbk	GEMA
90	PT. Info Asia Teknologi Global, Tbk	IATG
91	PT. Jasuindo Tiga Perkasa, Tbk	JTPE
92	PT. Kopitisme Dot. Com	KOPI

#### IV. Data sampel Tahun 2003

No	Nama Perusahaan	KODE
1	PT. Dharma Samudera Fishing Industri, Tbk	DSFI
2	PT. Wahana Phoenix Mandiri, Tbk	WAPO
3	PT. Central Korporindo International, Tbk	CNKO
4	PT. Cahaya Kalbar, Tbk	CEKA
5	PT. Prasadha Aneka Niaga, Tbk	PSDN
6	PT. Sekar Laut, Tbk	SKLT
7	PT. Siantar Top, Tbk	STTP
8	PT. Tunas Baru Lampung, Tbk	TBLA
9	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM
10	PT. Hanjaya Mandala Sampurna, Tbk	HMSP
11	PT. Argo Pantes, Tbk	ARGO
12	PT. Panasia Indosyntec, Tbk	HDTX
13	PT. Sunson Textile Manufacturer, Tbk	SSTM
14	PT. Hanson Industries Utama, Tbk	MYRX
15	PT. Karwell Indonesia, Tbk	KARW
16	PT. Surya Intrindo Makmur, Tbk	SIMM
17	PT. Barito Pacific Timber, Tbk	BRPT
18	PT. Surya Dumai Industries, Tbk	SUDI
19	PT. Aneka Kimia Raya, Tbk	AKRA
20	PT. Budi Acid jaya, Tbk	BUDI
21	PT. Eterindo Wahatama, Tbk	ETWA
22	PT. Lautan Luas, Tbk	LTLS
23	PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk	DUTI

24	PT. Asia Plast Industries, Tbk	APLI
25	PT. Berlina, Tbk	BRNA
26	PT. Dynaplast, Tbk	DYNA
27	PT. Fatrapolindo Nusa Industri, Tbk	FPNI
28	PT. Langgeng Makmur Industri, Tbk	LMPI
29	PT. Lapindo International, Tbk	LAPD
30	PT. Summitplas Interbenua, Tbk	SMPL
31	PT. Alumindo Light Metal Industri, Tbk	ALMI
32	PT. Beton Jaya Manunggal, Tbk	BTON
33	PT. Jakarta Kyoei Steel Work Limited, Tbk	JKSW
34	PT. Jaya Pari Steel, Tbk	JPRS
35	PT. Lion Mesh Prima, Tbk	LION
36	PT. Lion Metal Works, Tbk	LMSH
37	PT. Tira Austenite, Tbk	TIRA
38	PT. Kedaung Indah Can, Tbk	KICI
39	PT. Inti Keramik Alamsri Industri, Tbk	IKAI
40	PT. Summi Indokabel, Tbk	IKBI
41	PT. Metrodata Electronics, Tbk	MTDL
42	PT. Branta Mulia, Tbk	BRAM
43	PT. Intranco Penta, Tbk	INTA
44	PT. Nipress, Tbk	NIPS
45	PT. Prima Alloy Steel, Tbk	PRAS
46	PT. Selamat Sampurna, Tbk	SMSM
47	PT. Inter Delta, Tbk	INTD
48	PT. Perdana Bangun Pusaka, Tbk	KONI
49	PT. Pyridam Farma, Tbk	PYFA
50	PT. Berlian Laju Tankers, Tbk	BLTA
51	PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk	TMAS
52	PT. Rigs Tenders Indonesia, Tbk	RIGS
53	PT. Samudera Indonesia, Tbk	SMDR
54	PT. Akbar Indo Makmur Stimec, Tbk	AIMS
55	PT. Ramayana Lestari Sentoso, Tbk	RALS
56	PT. Rimo Catur Lestari, Tbk	RIMO
57	PT. Toko Gunung Agung, Tbk	TKGA
58	PT. Bank Eksekutif International, Tbk	BEKS
59	PT. Bank Global International, Tbk	BGIN
60	PT. Bank Swadesi, Tbk	BSWD
61	PT. Victoria International, Tbk	BVIC
62	PT. Bhakti Investama, Tbk	BHIT
63	PT. Kresna Graha Sekurindo, Tbk	KREN
64	PT. Trimegah Securities, Tbk	TRIM
65	PT. Asuransi Ramayana, Tbk	ASRM
66	PT. Bintang Mitra Semestaraya, Tbk	BMSR
67	PT. Jaka Artha Graha, Tbk	JAKA
68	PT. Jakarta International Hotel & Development, Tbk	JIHD
69	PT. Jakarta Setiabudi International, Tbk	JSPT
70	PT. Karka Yasa Profilia, Tbk	KARK
71	PT. Krida Perdana Indah Graha, Tbk	KPIG



72	PT. Lamicitra Nusantara, Tbk	LAMI
73	PT. Lippo Cikarang, Tbk	LPCK
74	PT. Mas Murni Indonesia, Tbk	MAMI
75	PT. Pakuwon Jati, Tbk	PWON
76	PT. Pudjiadi&Sons, Tbk	PNSE
77	PT. Pudjiadi Prestige Limited, Tbk	PUDP
78	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejati, Tbk	RBMS
79	PT. Roda Panggon Harapan, Tbk	RODA
80	PT. Hotel sahid jaya Intenational, Tbk	SHID
81	PT. Panorama Sentrawisata, Tbk	PANR
82	PT. Sona Topas Tourism Industri, Tbk	SONA
83	PT. Arona Bina Sejati, Tbk	ARTI
84	PT. Centrin Online, Tbk	CENT
85	PT. Cipta Panelutama, Tbk	CITA
86	PT. Cipta marga Nusaphala Persada, Tbk	CMNP
87	PT. Dyviacom Intrabumi, Tbk	DNET
88	PT. Gema Graha Sarana, Tbk	GEMA
89	PT. Info Asia Tekhnlology Global, Tbk	IATG
90	PT. Intergrasi Tekhnlology, Tbk	ITTG
91	PT. Jasuindo Tiga Perkasa, Tbk	JTPE
92	PT. Kopitisme Dot Com, Tbk	KOPI

DATA VARIABEL  
TAHUN 2000

No	KODE	CAAR	INSIDER OWNERSHIP			TOTAL IO	MS	EY
1	AALI	-0,48820	2,83	2,82		5,65	975	47
2	DSFI	-1,17990	0,18			0,18	3.200	19
3	BUKK	-0,22317	0,67	0,14	0,12	0,93	200	-5,43
4	CEKA	-0,19221	5,30	5,50		10,80	345	-23
5	PSDN	-0,54362	0,60	0,18	0,17	1,17	180	-1,506
6	SKLT	0,08456	0,60	0,60		1,20	550	-1,776
7	STTP	-0,42665	2,11	0,65	0,28	3,04	1.450	134
8	TBLA	-0,56876	0,05	0,05		0,10	1.850	5
9	GGRM	0,26641	0,94	0,52	0,29	1,75	13.000	1,166
10	ARGO	-0,90619	2,36			2,36	1.400	-1,599
11	HDTX	0,06395	1,05	2,63	5,79	9,47	825	-441
12	SSTM	-0,42220	5,02	1,68	0,04	6,74	465	-50
13	CNBE	-3,94201	2,66	2,66	0,56	5,88	9.900	-6.496
14	MYRX	-0,29596	0,53	0,02		0,55	90	-212
15	KARW	-0,12343	0,20			0,20	600	-43
16	SRSN	-0,51522	0,17			0,17	900	78
17	SIMM	-0,71077	1,40			1,40	2.250	158
18	BRPT	-0,55754	7,95			7,95	130	-732
19	DSUC	-0,47228	0,10	0,06	0,05	0,24	250	-29
20	SUDI	-0,09262	5,92			5,92	290	213
21	AKRA	-0,49287	0,08	0,38		0,46	260	-2,260



46	RIMO	0,00000	1,89	1,35	0,88													4,12	335	67
47	TKGA	0,45310	0,04															0,04	375	103
48	BUIC	-0,50707	0,08	0,01														0,09	75	7
49	MANY	0,00000	0,95	0,63	1,58													3,16	1.350	-112
50	TRIM	0,02577	1,80	1,80	2,40													6,00	245	4
51	ASRM	-0,99540	12,05															12,05	800	158
52	BMSR	0,34660	0,30															0,30	110	5
53	CKRA	-0,16369	0,48															0,48	140	3
54	O.M.R.E	-0,18078	0,40															0,40	1.200	-245
55	JAKA	-0,16551	1,00															1,00	295	1
56	JHID	-0,62867	15,87	13,77														29,64	450	-360
57	JSPT	-0,30872	2,39															2,39	1.500	-400
58	KPIG	1,00454	1,46	1,34	1,34													4,14	200	1
59	LPCK	-0,58635	0,69	0,56														1,25	170	-109
60	MAMI	-0,40789	2,19															2,19	50	-164
61	PWON	-0,34640	6,03	0,03														6,06	150	-1.365
62	PNSE	-0,19984	13,34															13,34	1.200	-121
63	PUDP	-0,04724	12,84	8,36	1,80													28,16	140	-28
64	RBMS	-0,10356	0,61	0,61	0,61													1,83	105	-3
65	SHID	-0,27624	5,59															5,59	210	-121
66	SONA	-0,14728	6,05	22,24														28,29	385	17
67	BNBR	0,23699	0,90	0,04														0,94	60	-555
68	DNET	0,00000	2,72	2,72														5,44	310	-4

## TAHUN 2001

No	KODE	CAAR	insider ownership						Total IO	MS	EY
			0,18	0,14	0,06	4,21	4,21	2,61			
1	DSFI	-0,21272	0,18					0,18	260,00	19	
2	WAPO	-1,23547	0,14	0,06				0,20	45,00	11	
3	CNKO	0,00000	6,52	4,21	4,21	2,61		17,55	220,00	2	
4	MYTX	0,32108	0,17					0,17	200,00	-451	
5	RYAN	0,00180	1,82	1,82	0,72	0,72		5,08	700,00	11	
6	BUKK	1,16903	0,12	0,12				0,24	150,00	-851	
7	CEKA	0,35771	5,34					5,34	160,00	-16	
8	SKLT	-1,06062	0,60	0,60				1,20	400,00	-1.025	
9	STTP	-0,21319	6,28					6,28	270,00	17	
10	TBLA	-0,12414	0,05	0,05				0,10	360,00	-5	
11	GGRM	-0,13224	0,94	0,52	0,29			1,75	8.650,00	1.085	
12	ARGO	0,22910	2,36					2,36	900,00	-633	
13	HDTX	-0,39769	5,79					5,79	205,00	-77	
14	SSTM	0,37194	5,02	1,68	1,31	0,04	0,03	8,08	340,00	13	
15	MYRX	1,77873	0,55					0,55	40,00	-105	
16	KARW	0,08891	0,20					0,20	400,00	-113	
17	SIMM	-0,20524	1,40					1,40	550,00	5	
18	BRPT	0,72578	7,95					7,95	50,00	-1.078	
19	DSUC	-0,27087	0,10	0,07	0,03			0,20	125,00	-72	
20	SUDI	0,24514	5,92					5,92	525,00	-109	
21	AKRA	1,41155	0,38	0,08				0,46	510,00	5.480	
22	BUDI	0,49383	0,56	0,56				1,12	110,00	-16	





71	MAMI	0,76627	0,55															0,55	25,00	-73
72	PWON	0,33041	0,07	0,03														0,10	75,00	-795
73	PNSE	-0,13133	13,34															13,34	1.425,00	-21
74	PUDP	0,48894	12,84	8,36	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29								26,36	140,00	70
75	RBMS	0,24857	0,61	0,61	0,61													1,83	60,00	16
76	RODA	0,00731	0,02															0,02	405,00	13
77	SHID	0,86754	5,59	5,00														10,59	95,00	-112
78	PANR	-0,01074	0,75	0,08														0,83	700,00	38
79	SONA	-1,09534	1,50															1,50	270,00	20
80	CENT	-0,08983	0,54															0,54	500,00	16
81	CITA	0,00000	2,72	2,72														5,44	95,00	-31
82	DNET	0,05263	3,75															3,75	650,00	3
83	KOPI	-2,67191	75,29															75,29	380,00	-18

## TAHUN 2002

No	KODE	CAAR	Insider Ownership							Total IO	MS	EY
1	DSFI	-0,02112	0,18							0,18	95,00	-11
2	WAPO	1,55847	0,16	0,07						0,23	30,00	4
3	CNKO	1,98909	4,00	3,00						7,00	5,00	0
4	HMSP	-0,02806	1,95	0,72	0,02					2,69	3.700,00	371
5	BUKK	-0,76238	0,12	0,12						0,24	305,00	5.418
6	CEKA	0,17218	5,34							5,34	235,00	33
7	SKLT	-0,25082	0,60	0,60						1,20	400,00	557



8	STTP	0,11277	6,28																		6,28	260,00	23	
9	TBLA	-0,00071	0,04	0,04																		0,08	150,00	27
10	GGRM	-0,14314	0,94	0,52	0,28																	1,74	8.300,00	1.085
11	ARGO	0,08945	2,36																			2,36	700,00	2.062
12	HDTX	0,80615	5,79																			5,79	100,00	103
13	SSTM	-0,17854	7,41	1,31	0,03																	8,75	90,00	27
14	MYTX	-0,09339	0,17																			0,17	110,00	-196
15	MYRX	0,13114	0,55																			0,55	50,00	-15
16	KARW	-0,22110	0,20																			0,20	350,00	-4
17	RYAN	-0,61398	0,87																			0,87	5,00	3
18	SIMM	-0,78091	1,40																			1,40	500,00	-7
19	BRPT	0,47567	2,78																			2,78	90,00	95
20	DSUC	0,64565	0,10	0,07	0,03																	0,20	120,00	0
21	SUDI	-0,12434	5,92																			5,92	450,00	-131
22	AKRA	-1,04402	0,38	0,08																		0,46	600,00	229
23	BUDI	-0,02001	0,56	0,56																		1,12	105,00	6
24	ETWA	0,67830	0,19	0,06	0,04	0,04																0,33	75,00	-27
25	LTLS	-0,11125	1,89	1,02	0,57	0,16																3,64	180,00	25
26	DUTI	0,15901	1,07	0,74	0,09																	1,90	220,00	21
27	APLI	0,45316	7,69	7,68																		15,37	25,00	-9
28	BRNA	-0,53104	10,51																			10,51	1.375,00	434
29	DYNA	-0,48546	0,50																			0,50	850,00	155
30	FPNI	0,23634	12,24	12,24	7,34																	31,82	315,00	70
31	LMPI	0,32198	0,03	0,02																		0,05	45,00	-193

32	LAPD	-0,43317	0,45							0,45	470,00	7
33	SMPL	0,41641	1,89							1,89	195,00	-3
34	ALMI	-0,59881	1,47	0,09	0,02					1,58	155,00	-47
35	BTON	0,35222	9,58							9,58	150,00	13
36	JPRS	0,00661	2,20							2,20	130,00	106
37	LION	-0,23570	0,08	0,08	0,02					0,18	750,00	228
38	LMSH	-0,05483	14,09	11,49	0,03					25,61	350,00	154
39	TIRA	-0,16795	0,89							0,89	2.000,00	63
40	KICI	0,04608	4,60							4,60	325,00	-23
41	ARNA	-0,07608	6,73	3,73						10,46	100,00	17
42	IKAI	0,00119	5,33							5,33	100,00	65
43	IKBI	-0,22877	0,09							0,09	335,00	-15
44	MTDL	0,19720	0,41							0,41	115,00	-19
45	BRAM	-0,23125	17,31	1,39						18,70	450,00	244
46	INTA	-0,35688	0,02							0,02	240,00	90
47	NIPS	0,87758	5,95	3,95	1,50	1,50				12,90	800,00	399
48	PRAS	0,04119	9,14							9,14	235,00	301
49	SMSM	0,03872	1,53	0,38						1,91	1.450,00	155
50	INTD	-0,12200	4,64							4,64	210,00	-633
51	KONI	0,00359	5,58							5,58	265,00	-81
52	PYFA	-0,38117	11,54	11,54						23,08	275,00	6
53	BLTA	0,05685	0,06							0,06	485,00	51
54	RIGS	-0,28434	0,03							0,03	3.500,00	189
55	SMDR	-1,16206	1,91	0,26	0,12					2,29	2.325,00	504

56	AIMS	-0,43416	4,16	1,00	0,07						5,23	200,00	7
57	RAIS	-0,36237	3,71								3,71	2.525,00	214
58	RIMO	0,11582	1,89	1,35	0,88						4,12	90,00	-38
59	TKGA	-0,18198	20,96								20,96	400,00	-214
60	BEKS	0,02571	55,80								55,80	90,00	84
61	BSWD	0,03645	1,61								1,61	310,00	41
62	BVIC	-0,94153	0,07	0,02							0,09	35,00	9
63	SMMA	7,92443	0,16								0,16	55,00	52
64	APIC	0,00000	1,00								1,00	460,00	0
65	BHIT	-0,15528	0,48								0,48	385,00	31
66	KREN	0,76995	19,59	11,37	10,41						41,37	60,00	26
67	TRIM	0,19300	1,80								1,80	90,00	2
68	ASRM	-0,33053	12,46								12,46	675,00	129
69	BMSR	0,07614	0,30								0,30	40,00	2
70	CTRA	-0,05811	0,87								0,87	80,00	505
71	O.MRE	-0,10829	0,40								0,40	90,00	98
72	JAKA	-3,46157	0,70								0,70	50,00	4
73	JJHD	-1,09464	12,89								12,89	650,00	104
74	JSPT	-0,28039	2,39								2,39	700,00	533
75	KARK	1,46697	5,36	1,79	1,79						8,94	20,00	1,30
76	KPIG	0,46966	2,26	1,31	1,31						4,88	40,00	4,70
77	LAMI	-0,33442	0,01								0,01	150,00	1
78	MAMI	0,11234	2,05								2,05	10,00	22
79	PWON	-0,28394	0,07	0,03							0,10	70,00	351

80	PNSE	0,00000	12,83								12,83	1.425,00	65
81	PUDP	-0,26063	12,84	8,36	1,29	0,92	0,75				24,16	210,00	26
82	RBMS	-0,05967	0,61	0,61	0,61						1,83	55,00	-1
83	RODA	0,98237	0,02								0,02	45,00	-0,35
84	SSIA	-0,35846	0,49								0,49	100,00	87
85	PANR	-0,68050	2,50	0,75							3,25	675,00	3
86	SHID	-0,67647	5,59	5,00							10,59	150,00	114
87	SONA	-0,16891	16,66	0,20							16,86	110,00	57
88	CITA	-0,39555	0,54								0,54	400,00	7
89	GEMA	0,06579	0,31								0,31	650,00	2
90	IATG	-0,46012	10,26								10,26	110,00	15
91	JTPE	0,46926	3,74								3,74	635,00	6
92	KOPI	1,30547	68,00								68,00	5,00	-124

**TAHUN 2003**

No	KODE	CAAR	Insider Ownership				Total IO	MS	EY
1	DSFI	3,95351	0,17			0,17	60,00	-4	
2	WAPO	2,25400	0,16	0,07		0,23	30,00	4	
3	CNKO	18,69421	3,00			3,00	120,00	399	
4	CEKA	5,04067	5,34			5,34	225,00	11	
5	PSDN	4,52438	0,60	0,18	0,17	0,97	110,00	2277	
6	SKLT	6,48121	0,60	0,60		1,20	350,00	141	
7	STTP	5,24519	1,00	0,90		1,90	180,00	24	
8	TBLA	4,62655	0,04	0,04	0,01	0,10	160,00	16	

9	GGRM	2,24484	0,94	0,52	0,28							1,74	13.600,00	956
10	HMSP	4,79567	1,95	0,02								1,97	4.475,00	313
11	ARGO	5,42262	2,36									2,36	1.300,00	52
12	HDTX	4,39808	5,76									5,76	275,00	-55
13	SSTM	2,07742	7,41	1,68	1,31							10,40	140,00	10
14	MYRX	6,82767	0,55									0,55	15,00	-3
15	KARW	3,83612	0,20									0,20	410,00	-41
16	SIMM	4,59925	1,40									1,40	225,00	-36
17	BRPT	3,67946	2,74									2,74	270,00	88
18	SUDI	2,30423	4,67									4,67	385,00	59
19	AKRA	6,64558	0,39	0,08								0,47	900,00	259
20	BUDI	4,87783	0,56	0,56								1,12	100,00	4
21	ETWA	4,43097	0,19	0,06	0,04							0,29	170,00	-32
22	LTLS	1,78043	1,89	1,02	0,57	0,16						3,64	285,00	10
23	DUTI	5,36063	1,07	0,74	0,09							1,90	235,00	-13
24	APLI	3,80647	7,69	7,68								15,37	35,00	0,21
25	BRNA	5,38455	10,51									10,51	1.600,00	129
26	DYNA	2,35294	0,40									0,40	1.400,00	178
27	FPNI	4,88688	12,24	12,24	7,34							31,82	315,00	-9
28	LMPI	5,05541	0,03	0,01								0,04	50,00	-90
29	LAPD	3,34904	0,45									0,45	500,00	2
30	SMPPL	2,11327	0,60									0,60	170,00	2
31	ALMI	0,33165	0,14	1,47	0,09	0,06						1,76	215,00	-118
32	BTON	2,41725	9,58									9,58	190,00	1



57	TKGA	3,14632	20,96																20,96	270,00	14
58	BEKS	3,85276	55,80																55,80	95,00	55
59	BGIN	4,09463	0,62																0,62	105,00	2
60	BSWD	3,74122	1,61																1,61	345,00	31
61	BVIC	6,18176	0,05	0,01															0,06	50,00	7
62	BHIT	2,90829	0,46																0,46	350,00	14
63	KREN	5,52097	20,55	19,59	11,37														51,51	115,00	8
64	TRIM	1,53405	1,68	1,68															3,36	95,00	9
65	ASRM	8,15730	21,63																21,63	650,00	211
66	BMSR	1,27642	0,30																0,30	75,00	-1
67	JAKA	6,52529	0,70																0,70	10,00	0,38
68	JHHD	4,38640	15,87	12,89															28,76	725,00	-78
69	JSPT	5,53067	0,57																0,57	700,00	12
70	KARK	1,76451	5,25	1,75															7,00	25,00	1
71	KPIG	5,82080	0,66	0,66	0,66														1,98	75,00	5
72	LAMI	4,44288	0,01																0,01	55,00	1
73	LPCK	4,94198	2,85																2,85	175,00	16
74	MAMI	9,65781	2,05																2,05	35,00	142
75	PWON	6,87650	0,07	0,03															0,10	310,00	637
76	PNSE	3,46739	12,83																12,83	950,00	48
77	PUDP	4,81842	12,85	8,36	2,58	0,92													25,83	190,00	-35,00
78	RBMS	3,44656	0,61	0,61	0,61														1,83	60,00	-6
79	RODA	2,43261	0,02																0,02	115,00	-2
80	SHID	4,95287	5,59	5,00															10,59	125,00	17





### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR	335	-3,94201	18,69421	1,1713714	2,38212699
own05	335	,01	5,00	2,6408	2,07901
own25	335	-5	20	,39	6,428
own100	335	-25	0	-1,57	6,069
Market Size	335	5	13600	678,32	1487,246
Earnings	334	-1078	5480	73,56	511,323
Valid N (listwise)	334				

### Regression

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Earnings , own100, Market Size, own05 <sub>a</sub> own25		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: CAAR

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,220 <sup>a</sup>	,048	,034	2,34431035	2,100

a. Predictors: (Constant), Earnings , own100, Market Size, own05, own25

b. Dependent Variable: CAAR

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	91,783	5	18,357	3,340	,006 <sup>a</sup>
	Residual	1802,619	328	5,496		
	Total	1894,402	333			

a. Predictors: (Constant), Earnings , own100, Market Size, own05, own25

b. Dependent Variable: CAAR

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	1,277	,221		5,780	,000		
own05	-,076	,068	-,067	-1,127	,261	,832	1,202
own25	,043	,034	,115	1,252	,211	,345	2,895
own100	,014	,037	,036	,373	,710	,318	3,147
Market Size	,000	,000	,059	1,096	,274	,986	1,014
Earnings	,001	,000	,191	3,534	,000	,989	1,011

a. Dependent Variable: CAAR

**Coefficient Correlations<sup>a</sup>**

Model		Earnings	own100	Market Size	own05	own25	
1	Correlations	Earnings	1,000	-,008	,050	-,078	,015
		own100	-,008	1,000	,010	,391	,807
		Market Size	,050	,010	1,000	,073	,046
		own05	-,078	,391	,073	1,000	,280
		own25	,015	,807	,046	,280	1,000
1	Covariances	Earnings	,000	,000	,000	,000	,000
		own100	,000	,001	,000	,001	,001
		Market Size	,000	,000	,000	,000	,000
		own05	,000	,001	,000	,005	,001
		own25	,000	,001	,000	,001	,001

a. Dependent Variable: CAAR

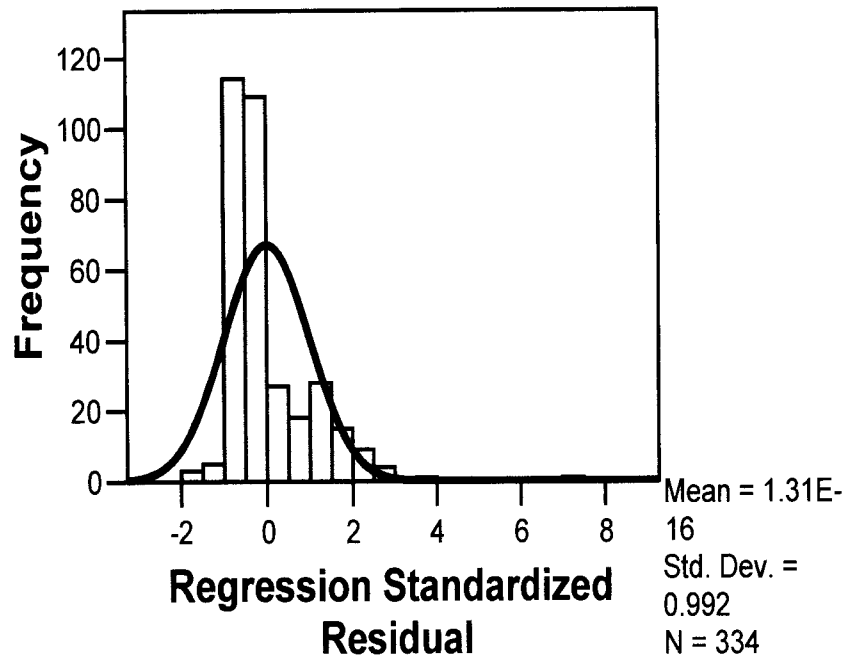
**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-2,52773	5,2918663	1,1741925	,52499879	334
Std. Predicted Value	-7,051	7,843	,000	1,000	334
Standard Error of Predicted Value	,138	1,533	,261	,175	334
Adjusted Predicted Value	-4,20481	5,0805235	1,1694066	,56274706	334
Residual	-4,68830	17,56506	,00000000	2,32664385	334
Std. Residual	-2,000	7,493	,000	,992	334
Stud. Residual	-2,010	7,507	,001	1,001	334
Deleted Residual	-4,73389	17,63324	,00478590	2,36786093	334
Stud. Deleted Residual	-2,019	8,237	,005	1,021	334
Mahal. Distance	,151	141,452	4,985	12,774	334
Cook's Distance	,000	,199	,003	,015	334
Centered Leverage Value	,000	,425	,015	,038	334

a. Dependent Variable: CAAR

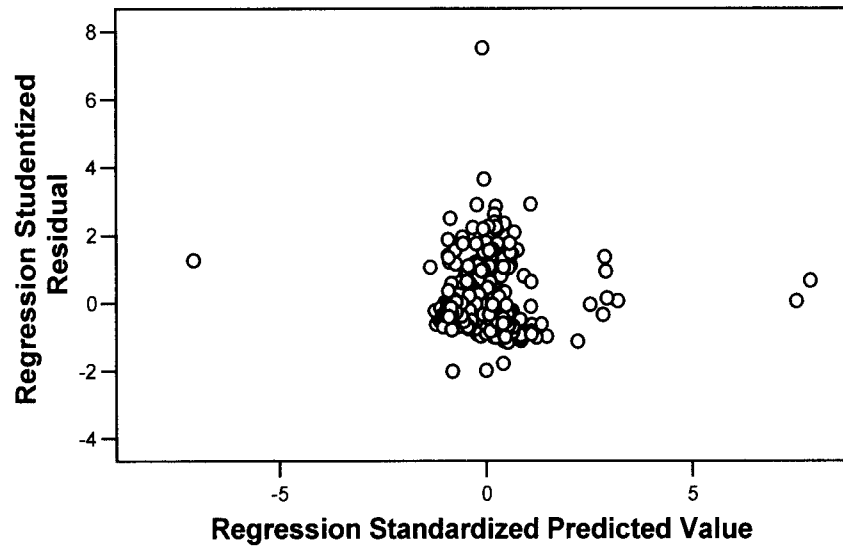
## Histogram

Dependent Variable: CAAR



### Scatterplot

Dependent Variable: CAAR



### Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: CAAR

