

# Pengaruh Aksi Korporasi terhadap Reaksi Investor pada Industri Finansial Asia

Elizabeth Fiona Cahyadi<sup>1\*</sup>, Marcella Stevi Angelica<sup>2</sup> Juniarti<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Business Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

<sup>2</sup>Business Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

\*Corresponding author; Email: [\\*d12180062@john.petra.ac.id](mailto:d12180062@john.petra.ac.id)

## ABSTRAK

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk melihat reaksi investor terhadap aksi korporasi yang dilakukan pada industri finansial Asia. Analisa penelitian ini dilakukan pada 484 perusahaan yang sesuai dengan kriteria penulis. Terdapat 83 perusahaan yang melakukan aksi korporasi selama 2015-2020 di Asia. Penelitian dilakukan menggunakan metodologi event window untuk melihat hubungan aksi korporasi dengan reaksi investor. penelitian ini menggunakan 11, 5, dan 3 *event window*. Hasil dari penelitian ini adalah pada *event window* 5 hari yang merupakan model terbaik dalam penelitian ini, investor memiliki reaksi positif terhadap aksi korporasi.

**Kata Kunci:** Aksi korporasi; reaksi investor; industri finansial

## PENDAHULUAN

Manajemen perusahaan memiliki fokus untuk memperoleh reaksi yang positif dari pasar. Manajer memiliki kewajiban untuk membuat 3 keputusan yaitu, keputusan investasi (aksi korporasi), keputusan membagi dividen, dan keputusan finansial [1]. Keputusan investasi sebuah perusahaan dapat membantu investor membuat keputusan membeli saham. Harga saham pada saat ini tidak hanya menunjukkan kinerja keuangan saat ini, tetapi juga ekspektasi investor terhadap kinerja operasi di masa depan [2]. Oleh karena itu, harga saham yang disebabkan oleh aksi korporasi menunjukkan evaluasi investor terhadap keputusan aksi korporasi perusahaan [3]. Keputusan perusahaan melakukan aksi korporasi akan sangat mempengaruhi reaksi pasar dalam menentukan kesuksesan perusahaan di masa depan [4]. Keputusan aksi korporasi dapat berupa merger dan akuisisi, investasi baru, *stock split*, dan sebagainya.

Penelitian mengenai reaksi investor terhadap aksi korporasi telah banyak dilakukan [5]–[7]. Seperti hasil dari [8] yang menyatakan dengan melakukan merger dan akuisisi, perusahaan dapat membawa keuntungan untuk perusahaan pengakuisisi karena dapat menghasilkan pengembalian positif. Selain itu, penelitian lain juga menemukan bahwa rata-rata pengembalian abnormal menjadi positif secara signifikan setelah adanya pengumuman merger dan akuisisi [5]. Penelitian lain juga memberikan bukti bahwa

reaksi pasar terhadap pengumuman investasi baru memiliki rata-rata pengembalian abnormal yang positif dan signifikan [9]. Sehubungan dengan hal tersebut, dapat dikatakan bahwa investor menilai aksi korporasi secara positif karena dapat menunjukkan prospek perusahaan di masa depan [10]–[12]. Hal ini sesuai dengan teori sinyal, dimana perusahaan akan mengirimkan sinyal kepada investor untuk mempengaruhi keputusan investor. Ketika investor menunjukkan reaksi yang positif, maka investor akan memberikan “penghargaan” bagi perusahaan yang terwujud dengan meningkatnya harga saham. Selain melihat angka pada laporan keuangan investor juga melihat aksi korporasi yang dilakukan perusahaan untuk membuat keputusan investasi yang rasional [13].

Meskipun banyak peneliti menemukan pengaruh yang positif atas aksi korporasi terhadap reaksi investor, beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang negatif dari aksi korporasi terhadap reaksi investor. Akuisisi yang dilakukan perusahaan memperoleh reaksi negatif dari pasar [14]. Akuisisi dianggap sebagai strategi yang tidak mampu menambah nilai bagi perusahaan. Selain itu, penelitian lainnya juga tidak menemukan hubungan yang menyatakan bahwa keputusan aksi korporasi seperti akuisisi dapat meningkatkan pengembalian abnormal setelah pengumuman [15]. Oleh sebab itu hasil dari penelitian mengenai reaksi investor dan aksi korporasi yang ada masih belum konsisten.

Selain dari hasil penelitian sebelumnya, fenomena atas aksi korporasi yang terjadi menunjukkan reaksi positif dari pasar. Di Indonesia sendiri terdapat banyak fenomena aksi korporasi yang memperoleh reaksi positif dari pasar, misalnya pada saat Gojek melakukan investasi pada PT Bank Jago Tbk (ARTO). Investasi ini meningkatkan saham ARTO dari 25.81% hingga 291.96% selama 6 bulan terakhir. Selain ARTO, pembentukan PT Bank Syariah Indonesia Tbk (BRIS) melalui merger yang dilakukan oleh tiga bank syariah (PT BRI Syariah Tbk, PT Bank Negara Indonesia Syariah, dan PT Bank Mandiri Syariah) juga memperoleh reaksi yang positif dari investor. Respon positif tersebut menempatkan BRIS dalam 10 besar saham dengan nilai kapitalisasi pasar tertinggi di pasar Indonesia. Fenomena dari kedua bank tersebut menunjukkan investor menganggap perusahaan melakukan aksi korporasi mampu memberi keuntungan. Hal ini sesuai dengan [16] di mana pasar mampu membedakan antara prospek investasi yang baik dan buruk.

Penelitian-penelitian sebelumnya terkait reaksi investor terhadap aksi korporasi dilakukan pada banyak sektor. Hal ini merupakan sebuah kelemahan karena setiap industri memiliki karakteristik yang berbeda-beda [17], [18]. Selain karakteristik, ekspektasi dan perhatian dari investor juga berbeda untuk setiap industri [19]. Oleh karena itu, peneliti berargumen bahwa hasil penelitian yang dilakukan pada industri multisektor tidak dapat digeneralisasi pada industri tertentu dan begitu pula sebaliknya.

Penelitian ini akan menggunakan 3 *event window* untuk mengukur reaksi investor dimana peneliti akan membandingkan reaksi investor terhadap aksi korporasi dalam rentang waktu yang berbeda. Penelitian terdahulu yang membahas mengenai reaksi pasar terhadap aksi korporasi belum memberikan perbandingan atas hasil pengembalian pada *event window* yang berbeda. Oleh sebab itu, penelitian ini akan melengkapi celah dari penelitian sebelumnya dengan memberikan bukti atas pengaruh aksi korporasi terhadap reaksi investor menggunakan 3 *event window*.

Penelitian ini dilakukan pada lingkup Asia karena memiliki peran penting dalam pertumbuhan sektor perbankan secara global [20]. Selama beberapa tahun terakhir, bank di Asia juga membuktikan potensi yang besar untuk pertumbuhan dan inovasi. Hal ini menarik untuk

diteliti karena terdapat banyak bank kini berfokus untuk memperluas pangsa pasar melalui kerjasama dan M&A.

## LANDASAN TEORI

### Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal merupakan sebuah teori dimana pihak pengirim informasi memberikan sebuah sinyal berupa informasi yang mencerminkan kondisi perusahaan dimana informasi tersebut dianggap bermanfaat oleh penerima informasi [21]. Dalam konsep teori sinyal (*signalling theory*), terdapat 3 elemen penting yaitu pengirim (pemilik informasi), penerima (investor), dan sinyal. Pemilik informasi merupakan pihak yang memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak luar [21]. Sedangkan penerima informasi merupakan investor yang ingin memperoleh informasi tersebut. Teori sinyal dapat mengurangi informasi asimetri antara dua pihak karena tidak semua informasi dapat tersedia untuk semua pihak pada waktu yang bersamaan [22] dan dapat membantu menjelaskan bagaimana pembuat keputusan mengartikan dan merespon situasi dimana informasi mengandung keterbatasan dan tidak tersedia secara merata bagi semua pihak [21]. Manajemen perusahaan sebagai pihak internal memiliki keuntungan dimana mereka dapat dengan sengaja menyampaikan hanya informasi positif kepada investor.

Penelitian ini mengadopsi teori sinyal (*signalling theory*) untuk mengamati reaksi investor terhadap aksi korporasi yang dilakukan perusahaan dengan cara membeli atau menjual saham perusahaan. Dengan melakukan merger dan akuisisi maupun investasi baru, perusahaan dapat memberikan sinyal kepada investor dan membantu investor dalam membuat keputusan [8]. Jika investor menganggap aksi tersebut menunjukkan terdapat potensi pertumbuhan di masa depan, maka investor akan merespon positif dan harga saham perusahaan akan meningkat. Sedangkan jika sinyal yang diberi perusahaan tidak direspon, maka harga saham juga akan menurun.

### Aksi Korporasi

Aksi korporasi merupakan aksi yang dilakukan oleh suatu perusahaan untuk meningkatkan performa perusahaan serta

memberikan nilai untuk para pemegang saham [12], [23]. Dengan melakukan aksi korporasi perusahaan dapat meningkatkan harga sahamnya [24].

Aksi korporasi dalam penelitian ini akan diukur menggunakan M&A dan investasi baru yang dilakukan oleh perusahaan industri finansial di Asia selama dari tahun 2015-2021. Merger dan akuisisi (M&A) merupakan strategi yang sering digunakan perusahaan untuk mempengaruhi penilaian investor. Merger merupakan proses dimana suatu perusahaan mengambil alih perusahaan lain dan perusahaan yang dihasilkan akan melakukan aktivitas dan fungsi bisnis dari dua perusahaan yang digabungkan [25]. Sedangkan pada akuisisi, perusahaan mengambil sebagian besar saham perusahaan baru, sehingga kepemilikan, manajemen, dan seluruh fungsi yang ada pada perusahaan baru menjadi milik dari perusahaan pengakuisisi [26].

Dengan melakukan merger dan akuisisi, perusahaan dapat memberikan kabar baik bagi para investor [27] karena dengan melakukan merger dan akuisisi, perusahaan dapat meningkatkan nilai para pemegang saham [28]. Sedangkan dengan melakukan investasi, harga saham dari perusahaan target maupun pengakuisisi dapat meningkat. Investasi yang dimaksud dalam penelitian ini dapat berupa ekspansi, proyek baru, dan pabrik baru [9].

### **Reaksi Investor**

Reaksi investor merupakan gambaran dari respon pasar terhadap kinerja perusahaan dalam periode tertentu [29]. Pasar merupakan subjek yang tidak memiliki kepastian, sehingga investor memiliki asumsi awal mengenai respon pasar terhadap aksi korporasi perusahaan. Setelah melihat pergerakan yang ada di pasar investor akan membuat keputusan untuk menjual atau membeli saham perusahaan [30]. Selain mempengaruhi pergerakan harga saham di pasar, reaksi investor juga memiliki hubungan erat dengan informasi baru yang dipublikasi perusahaan. Informasi yang dipublikasikan perusahaan dapat direspon positif ataupun negatif oleh investor.

### **Pengembangan Hipotesis**

Aksi korporasi menyebabkan terjadinya perubahan terhadap harga saham perusahaan.

Berdasarkan teori sinyal, tidak semua pihak memiliki informasi yang sama [22]. Oleh sebab itu perusahaan sebagai pemilik informasi dapat mengirimkan sinyal pada investor dengan melakukan aksi korporasi yang mencerminkan kondisi perusahaan. Hasil dari penelitian sebelumnya menunjukkan dengan melakukan tindakan aksi korporasi perusahaan dapat memperoleh reaksi yang positif dari investor [30], [31]. Pengumuman aksi korporasi sering dianggap sebagai sinyal yang kuat oleh pasar karena investor memiliki anggapan bahwa perusahaan akan memiliki potensi untuk bertumbuh di masa depan [8], [32]. Dengan melakukan aksi korporasi, perusahaan berharap memperoleh reaksi positif dari investor dan meningkatkan harga saham perusahaan di pasar.

Oleh karena itu, keputusan perusahaan dalam melakukan aksi korporasi dapat mempengaruhi reaksi positif dari investor dan meningkatkan harga saham di pasar. Reaksi positif dari investor ditandai dengan tingginya nilai pengembalian abnormal kumulatif (CAR). Sesuai dengan argumen di atas dan bukti empiris, pengumuman dari aksi korporasi akan direspon positif oleh investor.

H<sub>1</sub>: Investor memiliki reaksi yang positif terhadap aksi korporasi

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### **Model Analisis**

Terdapat beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu, ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan tingkat daya saing. Ukuran perusahaan mampu menggambarkan efisiensi ekonomi dari suatu perusahaan yang dapat diukur dari total nilai aset, total penjualan, kapitalisasi pasar, jumlah tenaga kerja, dan sebagainya [33], [34]. Semakin besar ukuran perusahaan maka investor akan memiliki respon lebih positif.

Pertumbuhan menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk berkembang serta memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Investor juga menggunakan nilai dari pertumbuhan untuk membantu mereka dalam membuat keputusan [35]. Semakin tinggi nilai pertumbuhan maka investor akan semakin merespon harga saham.

Tingkat daya saing menjelaskan daya saing antar perusahaan dalam satu industri yang

sama. Semakin kuat tingkat daya saing memiliki arti bahwa industri memiliki lebih banyak perusahaan dan pangsa pasar yang lebih kecil yang menandakan indeks juga lebih kecil [36]. Perusahaan yang berada dalam pasar kompetitif, harus meningkatkan produk atau jasa supaya dapat memenuhi keinginan pelanggan [37] agar kemudian dapat mencapai keunggulan kompetitif dan performa superior [38].

Model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 COR_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 GRO_{it-1} + \beta_4 COM_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (1)$$

## Definisi Operasional

### Variabel Independen

Penelitian ini menggunakan Cumulative Abnormal Return (CAR) untuk mengukur reaksi investor mengikuti beberapa penelitian sebelumnya [7], [8], [14], [39]–[42]. Selain itu CAR juga dianggap lebih akurat, karena jika diukur menggunakan kinerja akuntansi maka dapat terjadi permasalahan seperti manipulasi terhadap pengembalian [39].

Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 120 hari, dimulai dari 125 sampai 5 hari sebelum tanggal pengumuman laporan keuangan setiap tahunnya. Berdasarkan penelitian [42], hal pertama yang harus dilakukan untuk mengukur CAR adalah mengestimasi pengembalian normal (*normal return*). Pengembalian normal ( $R_{it}$ ) dari saham  $i$  yang bisa dihitung menggunakan rumus berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

dimana:

$P_{it}$  : harga saham perusahaan  $i$  pada tahun  $t$

$P_{it-1}$  : harga saham perusahaan  $i$  pada tahun  $t-1$

Sebelum menghitung pengembalian yang diharapkan (*expected return*), pengembalian pasar (*market return*) ( $R_{mt}$ ) dapat dihitung menggunakan rumus berikut:

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \quad (3)$$

dimana:

$P_{mt}$  : harga saham pasar pada tahun  $t$

$P_{mt-1}$  : harga saham pasar pada tahun  $t-1$

Nilai dari perhitungan (2) dan (3), pengembalian yang diharapkan ( $E(R_{it})$ ) dapat dihitung dengan:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta \times R_{mt} \quad (4)$$

$\alpha$  dan  $\beta$  merupakan parameter dari perhitungan regresi, di mana  $\alpha$  merupakan intercept sedangkan  $\beta$  merupakan *slope* yang akan mengukur tingkat sensitivitas saham dalam pasar [43].

Kemudian dari hasil perhitungan (1) dan (3), dapat dihitung pengembalian abnormal ( $AR_{it}$ ) dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (5)$$

Dan terakhir, CAR dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$CAR_i = \sum_{+t}^{-t} AR_{it} \quad (6)$$

Dalam penelitian ini, CAR dihitung menggunakan 3 *event window* yaitu 11 hari, 5 hari, dan 3 hari.

Jika CAR memiliki nilai positif, maka reaksi dan minat investor pada pasar akan meningkat yang kemudian juga akan meningkatkan jumlah saham [44]. Dengan kata lain, investor bereaksi positif jika CAR memiliki nilai positif, dan juga sebaliknya.

### Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah aksi korporasi yang dilakukan oleh perusahaan di industri finansial Asia. Perusahaan yang dianggap pernah melakukan aksi korporasi adalah perusahaan yang pernah melakukan aksi merger dan akuisisi atau melakukan investasi baru selama tahun 2015-2020.

Aksi korporasi diukur menggunakan variabel *dummy* di mana akan memiliki nilai 1 (satu) jika perusahaan pernah melakukan aksi korporasi selama 5 tahun terakhir, dan akan memiliki nilai 0 (nol) jika sebaliknya.

### Variabel Kontrol

#### Ukuran Perusahaan

Pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti penelitian [45], [46]. Sehingga ukuran perusahaan diukur menggunakan hasil logaritma dari total aset. Berikut merupakan rumus perhitungan untuk ukuran perusahaan.

$$SIZE = \log(Total Assets) \quad (7)$$

## Pertumbuhan

Bersesuaian dengan penelitian [47], pertumbuhan dalam penelitian ini dihitung menggunakan pertumbuhan penjualan yang bisa dituliskan sebagai berikut:

$$Growth = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \quad (8)$$

## Tingkat Daya Saing

Tingkat daya saing diukur menggunakan Herfindahl Index (HHI) di mana semakin tinggi nilai HHI berarti konsentrasi industri tinggi dengan tingkat kompetisi yang rendah, dan sebaliknya. Rumus yang peneliti gunakan untuk mengukur HHI bersesuaian dengan penelitian yang dilakukan oleh [33], yaitu:

$$HHI = \sum market\ share_i^2 \quad (9)$$

## Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan pada tahun 2015-2020 pada industri finansial.

Terdapat beberapa kriteria untuk menentukan sampel, yaitu:

- Perusahaan terdaftar di bursa efek masing-masing negara selama 5 tahun (2016-2020)
- Laporan keuangan perusahaan tersedia dari tahun 2016-2020 yang akan digunakan untuk menghitung CAR setiap tahunnya
- Memiliki data total aset dan total penjualan yang lengkap dari tahun 2016-2020

Sedangkan untuk menilai perusahaan yang melakukan aksi korporasi, sampel digunakan memiliki kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan melakukan transaksi merger dan akuisisi atau investasi baru selama tahun 2015-2021

Kemudian untuk menentukan nilai pengembalian abnormal, penelitian ini mengambil harga saham dan harga pasar dari Yahoo Finance dan Investing.com

## ANALISA DAN PEMBAHASAN

Penelitian menggunakan data sekunder yang diambil dari terminal Bloomberg dan

ternyata terdapat 2,791 perusahaan finansial terbuka di Asia. Tetapi setelah mengikuti kriteria, jumlah sampel yang digunakan menjadi 1,805 observasi atau 484 perusahaan.

**Tabel 1.** Profil Sampel Berdasarkan Sub Sektor yang ada pada Industri Finansial Asia

No.	Sub sektor	Total	(%)
1	Asset management	45	9.30%
2	Bank	3	0.62%
3	Banks - Diversified	7	1.45%
4	Banks - Regional	193	38.88%
5	Capital Markets	98	20.25%
6	Credit Services	49	10.12%
7	Financial Conglomerates	13	2.69%
8	Insurance - Life	24	4.96%
9	Insurance - Property & Casualty	25	5.17%
10	Investment Services	16	3.31%
11	Misc. Financial Services	6	1.24%
12	Money Center Banks	5	1.03%

**Tabel 2.** Deskriptif Statistik (N=1,805)

No	Variabel	Mean	Median	Max	Min	Std dev
1	CAR (-5,0,+5)	-0.003209	-0.00160	0.4293	-0.4355	0.05866
2	CAR (-2,0,+2)	-0.004315	-0.00224	0.2415	-0.2459	0.04000
3	CAR (-1,0,+1)	-0.004932	-0.00236	0.1491	-0.1761	0.03232
4	COR	0.05	0	1	0	0.21
5	SIZE	11.57	11.77	15.17	-2.284	1.649
6	COM	38.42%	2.769%	107.5%	0.00006%	43.18%
7	GRO	20.27%	5.321%	1283%	-8087%	419.3%

Nilai *mean* dari CAR (-2,0,+2) dan CAR (-1,0,+1) juga bernilai negatif sebesar -0.004315 dan -0.004932 berturut-turut. Hal ini menandakan secara rata-rata investor memiliki reaksi yang negatif terhadap aksi korporasi. Sedangkan standar deviasi dari ketiga *event window* menunjukkan persebaran data yang tidak normal karena memiliki nilai yang cukup jauh dari 1.

Sebelum melakukan uji regresi linear berganda, penelitian ini melakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik pertama adalah uji normalitas dengan menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov, dan ditemukan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tidak terdistribusi dengan normal. Tetapi berdasarkan Central Limit Theorem (CLT), hasil distribusi dari sampel data besar dianggap normal [48]. Uji

asumsi klasik kedua adalah uji multikolinearitas dan ditemukan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas. Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel yang digunakan signifikan. Selanjutnya penelitian ini melakukan uji heteroskedastisitas dan dapat diindikasikan bahwa dalam penelitian ini, model regresi untuk *event window* 5 dan 3 hari tidak memiliki permasalahan heteroskedastisitas karena memiliki nilai signifikansi >0.05. Sedangkan untuk model regresi untuk *event window* 11 hari memiliki masalah heteroskedastisitas. Dan untuk uji asumsi klasik yang terakhir adalah uji korelasi (Tabel 3). Hasil dari uji tersebut mengindikasikan bahwa dari 3 *event window* yang digunakan, hanya terdapat 1 *event window* yang memiliki hubungan signifikan dengan aksi korporasi, yaitu *event window* 11 hari.

**Tabel 3. Uji Korelasi Parsial**

	CAR (-5,0,+5)	CAR (-2,0,+2)	CAR (-1,0,+1)	COR
CAR (-5,0,+5)	1			
CAR (-2,0,+2)	0.517**	1		
CAR (-1,0,+1)	0.356**	0.677**	1	
COR	0.060*	0.045	0.033	1

\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.01 (2-tailed)

\* Korelasi signifikan pada nilai 0.05 (2-tailed)

Tabel 4 menunjukkan hasil dari uji t dua sampel dan ditemukan bahwa nilai rata-rata dari kelompok perusahaan yang melakukan aksi korporasi adalah positif. Sedangkan nilai rata-rata kelompok perusahaan tanpa aksi korporasi untuk 3 *event window* adalah negatif. Hasil dari uji t ini mengindikasikan bahwa investor lebih merespon terhadap perusahaan yang melakukan aksi korporasi. Pernyataan tersebut juga didukung penelitian [42] yang menyatakan jika perusahaan melakukan aksi korporasi, maka perusahaan akan memiliki pengembalian yang lebih tinggi.

**Tabel 4. Uji t Dua Sampel**

	COR	Mean	Std dev
CAR (-5,0,+5)	0	-0.004107723259	0.0590020005
CAR (-2,0,+2)	1	0.01535121953	0.04766222014
CAR (-1,0,+1)	0	-0.004820044577	0.04037074628
COR	1	0.006124709176	0.02972416827
	0	-0.00522987585	0.03255134754
	1	0.001222408	0.02649394443

Sebelum melakukan uji regresi linear berganda, penelitian ini juga melakukan uji korelasi

### Uji Regresi Linear Berganda

Tujuan utama dari penelitian ini dibuat adalah untuk mengetahui reaksi investor terhadap aksi korporasi yang dilakukan perusahaan, terutam di industri finansial Asia. Penelitian ini menggunakan 3 *event window* yaitu *event window* 11 hari (Tabel 5.1), 5 hari (Tabel 5.2), dan 3 hari (Tabel 5.3).

**Tabel 5.1. Uji Regresi (-5,0,+5)**

Variable	Coefficient	Model 1	
		t stat	Sig
COR	0.016	2.541*	0.011
SIZE	0.003	2.846*	0.004
COM	-0.310097	-0.084	0.933
GRO	-0.315927	-0.98	0.327
Constant	-0.035	-3.329*	<0.001
R <sup>2</sup>	0.011		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.009		

\*\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.01

\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.05

\* Korelasi signifikan pada nilai 0.1

Pertama-tama, peneliti menguji hubungan reaksi investor dengan aksi korporasi menggunakan *event window* 11 hari. Dan hasil dari pengujian tersebut yang dapat dilihat pada Tabel 5.1 adalah bahwa aksi korporasi memiliki nilai koefisien 1.6% dan p-value sebesar 0.011 yang signifikan pada tingkat 5%. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa pada *event window* 11 hari, terdapat hubungan positif dan signifikan antara reaksi investor dengan aksi korporasi. Semakin perusahaan melakukan aksi korporasi, hal tersebut akan berpengaruh positif terhadap reaksi investor atas saham perusahaan. Ukuran perusahaan juga memiliki pengaruh positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sedangkan untuk variabel kontrol lainnya yaitu pertumbuhan dan tingkat daya saing ditemukan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan reaksi investor.

**Tabel 5.2. Uji Regresi (-2,0,+2)**

Variable	Coefficient	Model 2	
		t stat	Sig
COR	0.008	1.921***	0.055
SIZE	0.002	3.095*	0.002
COM	0.03471	1.386	0.166
GRO	0.0001337	0.061	0.951
Constant	-0.029	-4.068*	<0.001
R <sup>2</sup>	0.015		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.123		

\*\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.01

\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.05

\* Korelasi signifikan pada nilai 0.1

Sedangkan Tabel 52 menunjukkan hubungan reaksi investor dan aksi korporasi pada

*event window* 5 hari. Dari tabel tersebut ditemukan bahwa aksi korporasi juga memiliki nilai koefisien yang positif sebesar 0.008 dan signifikan pada tingkat 10%. Maka pada *event window* 5 hari juga dapat disimpulkan bahwa aksi korporasi memiliki pengaruh yang positif dan signifikan dengan reaksi investor. Konsisten dengan hasil regresi menggunakan *event window* 11 hari, variabel kontrol yang memiliki hubungan signifikan dengan reaksi investor hanya ukuran perusahaan dengan koefisien sebesar 0.002 dan signifikan pada tingkat 5%.

**Tabel 5.3.** Uji Regresi (-1,0,+1)

Variable	Coefficient	Model 3	
		t stat	Sig
COR	0.005	0.033	0.164
SIZE	0.001	0.068**	0.015
COM	0.0154	0.021	0.449
GRO	-0.00221	-0.029	0.215
Constant	-0.021		<0.001
R <sup>2</sup>	0.009		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.007		

\*\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.01

\*\* Korelasi signifikan pada nilai 0.05

\* Korelasi signifikan pada nilai 0.1

Terakhir, peneliti menguji hubungan reaksi investor dan aksi korporasi menggunakan *event window* 3 hari (Tabel 5.3). Dari tabel tersebut ditemukan bahwa koefisien COR positif sebesar 0.005 namun tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan pada *event window* 3 hari aksi korporasi tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi investor. Tetapi terdapat 1 variabel kontrol yang memiliki hubungan positif dan signifikan dengan reaksi investor yaitu, ukuran perusahaan dengan nilai koefisien sebesar 0.001 dan signifikan pada tingkat 5%.

Ukuran perusahaan merupakan satu-satunya variabel kontrol yang memiliki hubungan positif dan signifikan dengan reaksi investor untuk ketiga *event window*. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien yang positif dan signifikan. Ukuran perusahaan mengklasifikasikan besar kecilnya suatu perusahaan karena dapat menggambarkan aset yang dimiliki perusahaan. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan maka penilaian dan reaksi investor terhadap saham perusahaan akan lebih tinggi.

### Temuan dan Interpretasi

Hasil dari uji regresi konsisten dengan penelitian [7] yang menemukan pada *event window* 11 hari dan penelitian [6] pada *event window* 5 hari bahwa aksi korporasi memiliki pengaruh yang

positif dan signifikan terhadap respon investor. Pasar merespon aksi korporasi sebagai sinyal yang positif karena aksi korporasi dianggap sebagai sinyal yang diberikan perusahaan terhadap prospek di masa depan. Hal ini didukung oleh penelitian [6], [16]. Investor menganggap perusahaan yang melakukan aksi korporasi memiliki potensi untuk bertumbuh dan memberikan pengembalian yang positif bagi investor. Oleh karena itu, investor menempatkan premium pada perusahaan yang melakukan aksi korporasi dan meningkatkan harga saham. Sedangkan pada *event window* 3 hari hasil penelitian menunjukkan pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap reaksi investor. Hasil ini konsisten dengan penelitian [14] yang menemukan di *event window* yang sempit hasilnya positif namun tidak signifikan. Menurut Rational Expectation Hypothesis oleh [3], dikatakan bahwa pasar saham tidak akan bereaksi dengan cepat terhadap pengumuman aksi korporasi.

Berdasarkan nilai koefisien determinasi, *event window* 5 hari merupakan model yang paling sesuai dalam penelitian ini. Pada *event window* 5 hari terbukti bahwa aksi korporasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap reaksi investor. Oleh sebab itu, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa investor memiliki reaksi yang positif terhadap aksi korporasi diterima. Pada *event window* 5 hari variable SIZE memiliki nilai p-value sebesar 0.002 dan koefisien regresi 0.002. Dapat diartikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan mempengaruhi reaksi investor terhadap aksi korporasi yang dilakukan perusahaan [42].

### KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa pada *event window* (-2,0,+2) yang merupakan model terbaik dalam penelitian, aksi korporasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi investor. selain itu juga ditemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap reaksi investor. sehingga dapat dikatakan semakin besar ukuran perusahaan, akan meningkatkan juga reaksi positif dari investor terhadap aksi korporasi yang dilakukan.

Manajer perusahaan dapat menggunakan hasil dari penelitian ini untuk mempertimbangkan perusahaan melakukan aksi korporasi. Karena sesuai dengan hasil penelitian ini, aksi korporasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan

dengan reaksi investor, atau dapat diartikan dengan perusahaan melakukan aksi korporasi, perusahaan dapat mempengaruhi investor untuk membeli saham yang kemudian akan meningkatkan harga saham perusahaan. Tetapi adapun keterbatasan dalam penelitian ini, dimana penelitian hanya menggunakan M&A dan melakukan investasi untuk menggambarkan aksi korporasi. Selain itu penelitian ini terbatas pada industri finansial di Asia, sedangkan setiap industri memiliki karakteristik masing-masing.

#### DAFTAR PUSTAKA

- [1] K. H. Chung, P. Wright, and C. Charoenwong, "Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions," *J. Bank. Financ.*, vol. 22, no. 1, pp. 41–60, Jan. 1998, doi: 10.1016/S0378-4266(97)00021-6.
- [2] R. A. Brealey, S. C. Myers, and F. Allen, *Principles of Corporate Action*, 13th ed. McGraw-Hill Education, 2020.
- [3] J. R. Woolridge and C. C. Snow, "Stock market reaction to strategic investment decisions," *Strateg. Manag. J.*, vol. 11, no. 5, pp. 353–363, Sep. 1990, doi: 10.1002/smj.4250110503.
- [4] H. J. Bierman and S. Smidt, *The Capital Budgeting Decision Economic Analysis of Investment Projects*, 1st ed. Routledge, 2007.
- [5] J. Feng, R. Segara, and J. Y. Yang, "Stock Price Movements and Trading Behaviors Around Merger and Acquisition Announcements: Evidence from the Korean Stock Market," *SSRN Electron. J.*, 2018, doi: 10.2139/ssrn.3138231.
- [6] X. Lin, Y. Li, X. Wan, and J. Wei, "Market reaction to the international acquisitions by Chinese firms," *Chinese Manag. Stud.*, vol. 14, no. 4, pp. 915–934, Apr. 2020, doi: 10.1108/CMS-11-2019-0394.
- [7] L. Ning, J.-M. Kuo, R. Strange, and B. Wang, "International investors' reactions to cross-border acquisitions by emerging market multinationals," *Int. Bus. Rev.*, vol. 23, no. 4, pp. 811–823, Aug. 2014, doi: 10.1016/j.ibusrev.2013.12.003.
- [8] F. Tao, X. Liu, L. Gao, and E. Xia, "Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms," *Int. Bus. Rev.*, vol. 26, no. 1, pp. 189–202, Feb. 2017, doi: 10.1016/j.ibusrev.2016.06.006.
- [9] P. Kaur and R. Kaur, "Effects of Strategic Investment Decisions on Value of Firm: Evidence from India," *Paradigm*, vol. 23, no. 1, pp. 1–19, Jun. 2019, doi: 10.1177/0971890719835442.
- [10] A. J. Avwokeni, "On the value relevance argument," *J. Financ. Report. Account.*, vol. 16, no. 4, pp. 660–676, Dec. 2018, doi: 10.1108/JFRA-02-2017-0012.
- [11] K. Kishan and E. Alfian, "Malaysian Individual Investors: What Are the Factors That Influence Their Financial Statement Usage?," *Asian J. Account. Perspect.*, vol. 12, no. 1, pp. 22–48, Feb. 2019, doi: 10.22452/AJAP.vol12no1.2.
- [12] N. Marisetty and M. S. Babu, "Impact of Corporate Action (Different Stock Split Ratios) on Stock Price in India," *Int. J. Res. Econ. Soc. Sci.*, vol. 8, no. 1, pp. 205–213, 2018.
- [13] J. Al-Ajmi, "Investors' use of corporate reports in Bahrain," *Manag. Audit. J.*, vol. 24, no. 3, pp. 266–289, Mar. 2009, doi: 10.1108/02686900910941140.
- [14] B. Aybar and A. Ficici, "Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals," *J. Int. Bus. Stud.*, vol. 40, no. 8, pp. 1317–1338, Oct. 2009, doi: 10.1057/jibs.2009.15.
- [15] D. R. King, D. R. Dalton, C. M. Daily, and J. G. Covin, "Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators," *Strateg. Manag. J.*, vol. 25, no. 2, pp. 187–200, Feb. 2004, doi: 10.1002/smj.371.
- [16] S. H. Chan, G. W. Gau, and K. Wang, "Stock Market Reaction to Capital Investment Decisions: Evidence from Business Relocations," *J. Financ. Quant. Anal.*, vol. 30, no. 1, p. 81, Mar. 1995, doi: 10.2307/2331254.
- [17] A. Habib, "Value relevance of alternative accounting performance measures: Australian evidence," *Account. Res. J.*, vol. 23, no. 2, pp. 190–212, Sep. 2010, doi: 10.1108/10309611011073269.
- [18] O. I. Tukul and W. O. Rom, "Analysis of the characteristics of projects in diverse industries," *J. Oper. Manag.*, vol. 16, no. 1, pp. 43–61, Jan. 1998, doi: 10.1016/S0272-6963(97)00016-8.
- [19] M. Feng, X. Wang, and J. G. Kreuze, "Corporate social responsibility and firm financial performance," *Am. J. Bus.*, vol. 32, no. 3–4, pp. 106–133, Aug. 2017, doi: 10.1108/AJB-05-2016-0015.
- [20] S. Anjum and T. Ali, "Role of Effective Training and Development Programs in

- Achieving High Professional Performance in Asian Banking Industry,” *J. Financ. Account. Manag.*, vol. 9, no. 2, pp. 1–10, 2018.
- [21] M. Spence, “Job Market Signaling,” *Q. J. Econ.*, vol. 87, no. 3, p. 355, Aug. 1973, doi: 10.2307/1882010.
- [22] M. Spence, “Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets,” *Am. Econ. Rev.*, vol. 92, no. 3, pp. 434–459, May 2002, doi: 10.1257/00028280260136200.
- [23] F. P. Romero, “Market Volatility in Response to Merger and Acquisition Announcements: Evidence from Selected Industries in the Philippine Market,” *Adv. Sci. Lett.*, vol. 23, no. 8, pp. 7606–7609, Aug. 2017, doi: 10.1166/asl.2017.9533.
- [24] T. Okimoto, “Stock Market Predictability Using News Indexes,” 2015.
- [25] S. Saksonova and I. Kantāne, “Mergers and Acquisitions: Examples of Best Practice in Europe and Latvia,” 2016, pp. 95–110.
- [26] “Mergers and acquisitions,” Glenlake Publishing Company, Chicago, 2000.
- [27] S. Shirur, “Dilemma of Corporate Action: Empirical Evidences of Bonus Issue vs. Stock Split,” *Vikalpa J. Decis. Makers*, vol. 33, no. 3, pp. 35–48, Jul. 2008, doi: 10.1177/0256090920080303.
- [28] T.-Y. Yen and P. André, “Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets,” *Q. Rev. Econ. Financ.*, vol. 71, pp. 114–131, Feb. 2019, doi: 10.1016/j.qref.2018.07.003.
- [29] A. M. Syed and I. A. Bajwa, “Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency – the case of Saudi Arabia,” *Int. J. Islam. Middle East. Financ. Manag.*, vol. 11, no. 3, pp. 416–431, Aug. 2018, doi: 10.1108/IMEFM-02-2017-0044.
- [30] L. Jianchuan, “The Stock Price Reaction to Investment News: New Evidence from Modeling Optimal Capex and Capex Guidance,” 2016.
- [31] M. Dutordoir, H. Li, F. H. Liu, and P. Verwijmeren, “Convertible bond announcement effects: Why is Japan different?,” *J. Corp. Financ.*, vol. 37, pp. 76–92, Apr. 2016, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.12.006.
- [32] H. J. Kim and S. H. Han, “Convertible bond announcement returns, capital expenditures, and investment opportunities: Evidence from Korea,” *Pacific-Basin Financ. J.*, vol. 53, pp. 331–348, Feb. 2019, doi: 10.1016/j.pacfin.2018.11.007.
- [33] I. Laksana and Y. Yang, “Corporate citizenship and earnings attributes,” *Adv. Account.*, vol. 25, no. 1, pp. 40–48, Jun. 2009, doi: 10.1016/j.adiac.2009.02.001.
- [34] A. N. Sari and H. W. Oetomo, “Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Aset dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal,” *J. Ilmu dan Ris. Manaj.*, vol. 5, no. 4, 2016.
- [35] A. Z. Fajaria and Isnalita, “The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Growth of Firm Value with its Dividend Policy as a Moderating Variable,” *Int. J. Manag. Stud. Res.*, vol. 6, no. 10, pp. 55–69, 2018.
- [36] J. J. Li, L. Poppo, and K. Z. Zhou, “Do managerial ties in China always produce value? Competition, uncertainty, and domestic vs. foreign firms,” *Strateg. Manag. J.*, vol. 29, no. 4, pp. 383–400, Apr. 2008, doi: 10.1002/smj.665.
- [37] M. E. Porter, *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press, 1980.
- [38] T. L. Wheelen and J. D. Hunger, *Strategic Management and Business Policy: Toward Global Sustainability*, 13th ed. .
- [39] M. Cording, P. Christmann, and C. Weigelt, “Measuring theoretically complex constructs: the case of acquisition performance,” *Strateg. Organ.*, vol. 8, no. 1, pp. 11–41, Feb. 2010, doi: 10.1177/1476127009355892.
- [40] A. S. Gaur, S. Malhotra, and P. Zhu, “Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms’ rivals: A test of the growth probability hypothesis in China,” *Strateg. Manag. J.*, vol. 34, no. 2, pp. 215–232, Feb. 2013, doi: 10.1002/smj.2009.
- [41] S. R. Gubbi, P. S. Aulakh, S. Ray, M. B. Sarkar, and R. Chittoor, “Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms,” *J. Int. Bus. Stud.*, vol. 41, no. 3, pp. 397–418, Apr. 2010, doi: 10.1057/jibs.2009.47.
- [42] Z. Zhang, M. A. Lyles, and C. Wu, “The stock market performance of exploration-oriented and exploitation-oriented cross-border mergers and acquisitions: Evidence from emerging market enterprises,” *Int. Bus. Rev.*, vol. 29, no. 4, p. 101707, Aug. 2020, doi: 10.1016/j.ibusrev.2020.101707.
- [43] M. Sholichah, M. Jihadi, B. Widagdo, N. Mardiani, D. Nurjannah, and Y. Aulia, “The Effect of RGEC and EPS on Stock Prices: Evidence from Commercial Banks in

- Indonesia,” *J. Asian Financ. Econ. Bus.*, vol. 8, no. 8, pp. 67–74, 2021.
- [44] A. Nurwulandari, H. Hasanudin, and M. Melati, “MARKET REACTIONS ON CORPORATE ACTIONS IN GROWING AND NONGROWING ENERGY CONSUMING COMPANIES,” *Int. J. Energy Econ. Policy*, vol. 11, no. 3, pp. 290–295, Apr. 2021, doi: 10.32479/ijeep.10737.
- [45] J. L. Horowitz, T. Loughran, and N. . Savin, “Three analyses of the firm size premium,” *J. Empir. Financ.*, vol. 7, no. 2, pp. 143–153, Aug. 2000, doi: 10.1016/S0927-5398(00)00008-6.
- [46] J. A. Niresh and T. Velnampy, “Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms ed Manufacturing Firms in Sri Lanka,” *Int. J. Bus. Manag.*, vol. 9, no. 4, Mar. 2014, doi: 10.5539/ijbm.v9n4p57.
- [47] S.-O. Daunfeldt, N. Elert, and D. Johansson, “The Economic Contribution of High-Growth Firms: Do Policy Implications Depend on the Choice of Growth Indicator?,” *J. Ind. Compet. Trade*, vol. 14, no. 3, pp. 337–365, Sep. 2014, doi: 10.1007/s10842-013-0168-7.
- [48] C. B. Malone, U. Wongchoti, and A. J. Mitchell, “Australasian cash flow reporting regulation: value relevant?,” *Pacific Account. Rev.*, vol. 23, no. 3, pp. 345–367, Nov. 2011, doi: 10.1108/01140581111185535.