

PERILAKU INVESTOR ATAS INFORMASI NEGATIF DALAM SUATU INDUSTRI

Heriyanto, Johan Gunady Ony dan Suramaya Suci Kewal

Universitas Katolik Musi Charitas

heriyanto@ukmc.ac.id, johangunadyony@ukmc.ac.id, suramaya@ukmc.ac.id

Abstract. This study aims to examine empirically the investment behavior of investors over the announcement of financial distress of companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The testing period in this study was 2005-2016. The behavior of investors in competing companies (non-delist) in the industry (known as intra-industry information transfer) can be seen from abnormal return patterns that occur in competitors' shares around the delist announcement day. Contagion effect occurs in competing companies in one industry that get negative reactions from investors while competitive effects occur in competing companies that get a positive reaction from investors over the delist announcement of other company. This study uses leverage and market capitalization of competing companies to explain the contagion and competitive effects. Sampling in this study uses a purposive sampling approach. Data analysis techniques in this study use one sample t-test. The number of samples in this study were 22 delist companies and 132 non-delist companies. This study showed that there was an intra-industry information transfer. Competitive effect occurs at t-3 and t+2 around the delist announcement day. Specifically, market capitalization and leverage of non-delist can not explain the direction of intra-industry information transfer.

Keywords: intra-industry information transfer, contagion effect, competitive effect

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk secara empiris menguji perilaku investasi investor atas pengumuman financial distress (dalam hal ini delisting) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pengujian penelitian ini selama 2005-2016. Perilaku investor pada perusahaan pesaing (non-delist) dalam industri (dikenal dengan transfer informasi intra-industri) dapat diamati dari keberadaan pola abnormal return yang terjadi pada perusahaan pesaing di sekitar pengumuman delisting. Contagion effect terjadi pada perusahaan pesaing dalam satu industri yang mendapatkan reaksi negatif dari investor sedangkan competitive effect terjadi pada perusahaan pesaing yang mendapatkan reaksi positif dari investor. Penelitian ini menggunakan variabel tingkat utang (leverage) perusahaan pesaing dan market capitalization perusahaan pesaing untuk menjelaskan contagion effect dan competitive effect yang terjadi pada perusahaan pesaing. Penelitian ini menggunakan pendekatan purposive sampling dalam pengambilan sampel. Teknik analisis data penelitian ini menggunakan uji beda rata-rata satu kelompok (one sample t-test). Jumlah sampel penelitian mencakup 22 perusahaan delist dan 132 perusahaan non-delist. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh hasil penelitian bahwa terdapat transfer informasi intra industri. Competitive effect terjadi di mana saham perusahaan nondelist memperoleh reaksi positif (keuntungan) pada t-3 dan t+2 atas pengumuman delist. Secara spesifik, variabel market capitalization dan tingkat leverage perusahaan non-delist tidak mampu menjelaskan arah transfer informasi intra-industri.

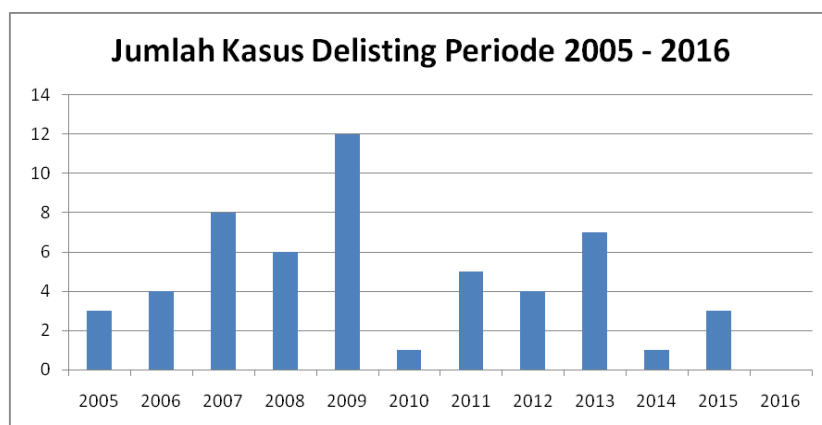
Kata kunci: transfer informasi intra-industri, contagion effect, competitive effect

PENDAHULUAN

Perusahaan yang tidak mampu menjaga keberlangsungan usahanya akan mengalami kondisi yang disebut financial distress. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan menghadapi salah

satu dari dua kemungkinan konflik. Hal ini dapat didefinisikan sebagai kekurangan cash di sisi aset dalam neraca, atau ketidakmampuan membayar utang/kewajiban. Kedua kondisi tersebut menunjukkan bahwa arus kas perusahaan tidak cukup untuk menutupi kewajiban saat ini. Hal ini dapat memaksa perusahaan bernegosiasi dengan kreditur dalam rangka penundaan pembayaran utang. Apabila proses negosiasi dengan kreditur tidak berjalan dengan baik maka dapat menimbulkan kesulitan keuangan (*financial distress*) pada perusahaan yang pada akhirnya berujung pada kebangkrutan. Kondisi *financial distress* juga dapat berpengaruh pada kebijakan (perilaku) investasi perusahaan. Gutierrez *et al.*, (2015) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kondisi *financial distress* yang dialami oleh perusahaan dapat berpengaruh pada kondisi (kebijakan) investasi pada perusahaan. Secara spesifik, Gutierrez *et al.*, (2015) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan peluang investasi yang relatif rendah cenderung mengalami *under-investment* sedangkan perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan peluang investasi yang relatif tinggi cenderung memiliki perilaku investasi yang tidak berbeda dengan perusahaan yang berada dalam kondisi sehat.

Pada perusahaan *go public*, kinerja perusahaan akan dievaluasi oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Apabila ada perusahaan yang tidak memiliki kondisi keuangan yang memadai dan perusahaan tersebut tidak menunjukkan tanda-tanda pemulihan setelah mengalami kerugian pada tahun-tahun sebelumnya maka perusahaan tersebut dapat di *delisting* dari bursa. Lebih spesifik indikatornya antara lain dalam periode waktu tertentu saham perusahaan tidak diperdagangkan, mengalami kerugian beberapa periode secara berturut-turut, tidak membagikan *dividen* beberapa periode secara berturut-turut, dan kondisi lainnya sebagaimana yang diatur dalam peraturan pencatatan di bursa. Perusahaan yang mengalami *delisting* dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2005-2016 sebanyak 54 perusahaan. Alasan dilakukannya *delisting* secara umum adalah perusahaan yang bersangkutan mengalami masalah atau kondisi yang berkontribusi negatif bagi keberlangsungan usaha perusahaan (baik secara keuangan maupun hukum) serta perusahaan yang bersangkutan tidak menunjukkan adanya indikasi pemulihan atas kondisi perusahaan. Menurut Sanger dan Peterson (1990), dalam penelitiannya mengenai reaksi pasar atas pengumuman *delisting* di NYSE dan ASE, sebagian besar kasus *delisting* disebabkan karena perusahaan gagal memenuhi sejumlah peraturan (kewajiban) seperti batas minimal laba bersih, batas minimal kepemilikan lembar (*lot*) pemegang saham, batas minimum nilai pasar untuk saham yang beredar, gagal memenuhi praktek tata kelola pencatatan akuntansi (*good accounting practices*), gagal melunasi kewajiban yang jatuh tempo, harga jual saham dan volume perdagangan saham yang terlalu rendah (tidak wajar), dan lainnya.



Sumber: www.idx.co.id, fact book 2005 – 2017 (data diolah kembali)

Gambar 1. Jumlah Kasus Delisting Saham Perusahaan Terdaftar di BEI Selama 2005 – 2016

Gambar 1 menunjukkan jumlah perusahaan yang di-delisting dari BEI selama periode 2005-2016. Rata-rata setiap tahun terdapat 4-5 kasus delisting di Bursa Efek Indonesia selama periode 2005 – 2016. Sebagian besar dari kasus tersebut, yaitu sebesar 59,2%, merupakan forced delisting di mana otoritas Bursa Efek Indonesia mengeluarkan perusahaan-perusahaan go public dari papan bursa dikarenakan perusahaan tersebut gagal memenuhi kewajiban terkait dengan peraturan yang berlaku.

Informasi mengenai peristiwa dari suatu perusahaan bisa memberikan efek pergerakan harga pada saham perusahaan lainnya yang berada dalam satu jenis industri yang sama. Kondisi demikian disebut sebagai transfer informasi intra industri. Efek yang ditimbulkan bisa berupa efek perubahan harga yang searah maupun efek yang tidak searah. Efek perubahan harga yang searah dikenal sebagai “contagion effect”, sedangkan efek yang tidak searah dikenal sebagai “competitive effect”. Contagion effect terjadi apabila pesaing (perusahaan lainnya) yang berada dalam industri yang sama juga ikut terkena dampak atau efek informasi yang terjadi baik suatu good news ataupun bad news. Competitive effect dapat terjadi apabila perusahaan lain dalam suatu industri yang sama dapat mengambil keuntungan dari suatu bad news atau malah terkena dampak negatif dari kondisi good news yang terjadi pada perusahaan tersebut.

Informasi terkait perusahaan yang mengalami delisting di BEI merupakan suatu bad news bagi perusahaan tersebut. Kondisi ini bisa memberikan efek pergerakan harga saham pada perusahaan pesaing yang berada dalam sektor industri tersebut. Akhigbe *et al.*, (2005) dalam penelitiannya mengenai kasus kebangkrutan Enron menunjukkan bahwa transfer informasi intra-industri dalam bentuk contagion effect terjadi pada perusahaan lainnya yang berada dalam satu sektor dengan Enron. Kaspereit *et al.*, (2017) dalam penelitiannya mengenai spillover effect pada perusahaan pesaing atas peristiwa kerugian operasional yang dialami oleh bank-bank di Eropa. Kaspereit *et al.*, (2017) menemukan bahwa terjadi contagion effect di mana dampak negatif juga dialami oleh bank pesaing dikarenakan peristiwa kerugian operasional dianggap sebagai kondisi buruk yang terjadi dalam industri perbankan. Hunsader *et al.*, (2013) dalam penelitiannya membuktikan bahwa terdapat abnormal return negatif (signifikan) pada saham perusahaan yang di-delist di sekitar periode pengumuman delisting (pada $(-1,+1)$). Reaksi negatif lebih besar terjadi pada perusahaan delist yang termasuk dalam strategi komplementer dibandingkan perusahaan delist yang termasuk dalam strategi substitusi. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan terdapat abnormal return negatif signifikan pada saham perusahaan nondelist disekitar pengumuman delisting (pada periode $(-1,0)$ dan $(-1,+1)$). Secara khusus, reaksi negatif signifikan terjadi pada perusahaan nondelist yang termasuk dalam strategi komplementer, sedangkan strategi substitusi tidak. Abnormal return negatif dan signifikan terbesar terjadi pada perusahaan nondelist untuk kasus: (a) tipe kebangkrutan tradisional, (b) tingkat leverage (hutang) lebih besar, dan (c) tingkat indeks herfindahl lebih rendah (tidak terkonsentrasi). Abnormal return negatif dan signifikan terbesar terjadi pada perusahaan nondelist untuk kasus: perusahaan termasuk dalam strategi komplementer dan sekaligus memiliki tingkat leverage yang tinggi serta termasuk dalam industri yang memiliki tingkat konsentrasi rendah. Frino *et al.*, (2007) dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa saham perusahaan bangkrut memiliki abnormal return negatif (baik raw return maupun size-adjusted return) yang lebih besar daripada saham perusahaan tidak bangkrut.

Penelitian terdahulu seperti Almilia (2006) hanya mengambil semua perusahaan yang di-delist sedangkan pada penelitian ini perusahaan yang akan diteliti akan disaring terlebih dahulu dengan berfokus pada perusahaan yang memang di-delist karena tidak dapat memenuhi kewajiban administratif sebagai perusahaan publik terkait peraturan yang sudah ditentukan di BEI (merujuk pada prosedur penentuan sampel perusahaan delisting dalam penelitian Sanger dan Peterson (1990)). Selain itu, penelitian terdahulu di Indonesia kebanyakan menggunakan periode yang relatif lebih

pendek. Almilia (2006) dalam penelitiannya menggunakan periode penelitian selama 10 tahun. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan periode yang relatif lebih panjang, yaitu selama 12 tahun (periode 2005-2016).

KAJIAN TEORI

Transfer Informasi Intra Industri. Firth (1996) menyatakan bahwa istilah transfer informasi pada umumnya digunakan untuk menggambarkan kondisi di mana terjadi ekstrapolasi (signaling) atas pengumuman (informasi) spesifik suatu perusahaan ke perusahaan lainnya. Adapun secara spesifik, Foster (1986) dalam Hardjanto (2004) dan Desir (2012) mengungkapkan bahwa transfer informasi intra-industri terjadi ketika suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pada saat yang sama perusahaan pesaing yang berada dalam sektor industri yang sama mendapatkan reaksi dari pasar. Lebih lanjut, Kohers (1999) mengungkapkan bahwa adanya kecenderungan terjadinya ekstrapolasi informasi dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya (pada suatu industri yang sama) dikarenakan investor pada perusahaan pesaing (perusahaan tidak mengumumkan) menggunakan informasi tersebut sebagai asumsi dasar terkait dengan prospek perusahaannya di masa mendatang.

Penelitian mengenai transfer informasi intra-industri dipelopori oleh Firth (1976) dalam Firth (1996) yang mengkaji efek transfer informasi intra-industri atas pengumuman laba perusahaan. Firth (1976) dalam Firth (1996) menyimpulkan bahwa investor menggunakan informasi yang terdapat pada pengumuman (hasil keuangan) untuk melakukan penilaian atas harga saham tidak hanya pada perusahaan yang mengumumkan informasi tetapi juga pada perusahaan pesaingnya (pada sektor industri yang sama). Kohers (1999) menjelaskan bahwa reaksi yang terjadi pada perusahaan pesaing dapat terjadi karena suatu industri terdiri dari beberapa perusahaan yang memiliki kesamaan karakteristik dan beroperasi dalam lingkungan yang sama. Akibatnya, investor akan menginterpretasikan pengumuman suatu perusahaan sebagai informasi bagi kondisi dalam industrinya (berlaku bagi perusahaan pesaingnya). Lebih lanjut, Schiper (1990) dan Kohers (1999) mengungkapkan bahwa transfer informasi intra-industri terjadi karena perusahaan pada suatu industri mempunyai karakteristik relatif sama (jenis produk akhir yang sama dan ketidakpastian lingkungan yang sama).

Argumen yang lebih mendalam diungkapkan oleh Firth (1996) terkait dengan penjelasan mengenai faktor yang mempengaruhi arah transfer informasi intra-industri. Firth (1996) menyatakan bahwa prediksi internal (manajemen perusahaan) atas kemungkinan perubahan laba perusahaan di masa depan (yang kemudian memotivasi manajemen perusahaan untuk mengubah dividen), mungkin merupakan implikasi terkait persepsi atas pengaruh kondisi industri secara menyeluruh (industry-wide influences) atau implikasi terkait persepsi atas perubahan dalam struktur persaingan dalam industri maupun perubahan market share dalam suatu industri. Lebih lanjut, Firth (1996) menyatakan bahwa industry-wide influences diperkirakan akan mempengaruhi semua perusahaan dalam suatu industri dalam cara (arah) yang sama, sedangkan perubahan dalam struktur persaingan atau market share dalam suatu industri menunjukkan bahwa beberapa perusahaan akan mengalami keuntungan dan perusahaan lainnya akan mengalami kerugian. Firth (1996) mengungkapkan bahwa industry-wide influences akan menghasilkan transfer informasi yang positif atas laba perusahaan, sedangkan perubahan dalam struktur persaingan atau market share akan menghasilkan transfer informasi yang negatif atas laba perusahaan.

Secara umum, transfer informasi intra-industri memiliki 2 jenis efek berdasarkan pada keterkaitan arah reaksi perusahaan nonreporter atas pengumuman informasi yang diumumkan perusahaan reporter. Laux *et al.*, (1998) menjelaskan bahwa contagion effect muncul pada saat reaksi pada perusahaan pesaing (nonreporter) sama dengan perusahaan yang mengumumkan informasi (reporter). Sementara itu, efek competitive muncul ketika reaksi yang dialami perusahaan pesaing

berbeda dengan reaksi perusahaan yang mengumumkan informasi. Kondisi ini muncul karena terjadi distribusi kemakmuran (akibat pengumuman) dari perusahaan reporter ke perusahaan nonreporter. Secara lebih spesifik, Laux *et al.*, (1998) menjelaskan bahwa contagion effect merupakan implikasi atas return perusahaan yang disebabkan oleh faktor umum, yaitu tingkat seberapa jauh perusahaan dalam suatu industri berbagi input, output, proses produksi, dan pasar tenaga kerja. Marsh dan Merton (1987) dalam Laux *et al.*, (1998) juga menyatakan bahwa contagion effect dapat terjadi jika perusahaan menggunakan praktek dalam industri sebagai target (pedoman) dalam menentukan kebijakan dividen.

Sementara itu, Laux *et al.*, (1998) mengungkapkan bahwa dalam persaingan industri yang tidak sempurna (*imperfectly competitive industry*), contagion effect atas pengumuman tertentu dari suatu perusahaan dapat diimbangi dengan adanya pergeseran atau perubahan keseimbangan persaingan dalam suatu industri. Tingkat seberapa jauh *competitive effect* dapat menyeimbangkan contagion effect dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti: kekuatan relatif pasar dari perusahaan dalam suatu industri, kemampuan pesaing untuk merespon secara efektif pengumuman suatu perusahaan, dan tingkat persaingan dalam suatu industri. Firth (1996) menyatakan bahwa beberapa penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa perusahaan nonreporter cenderung mengalami contagion effect.

Penelitian lainnya seperti Iqbal (2012) menemukan bahwa *competitive effect* lebih menonjol daripada contagion effect atas pengumuman kebangkrutan suatu perusahaan. Secara spesifik, Iqbal (2012) menemukan bahwa *competitive effect* cenderung terjadi pada industri yang memiliki tingkat konsentrasi (persaingan) yang tinggi. Chi dan Tang (2008) dalam penelitiannya mengenai pengumuman reorganisasi perusahaan menemukan bahwa terjadi transfer informasi baik contagion maupun *competitive effect* pada perusahaan pesaing (*rival*) di sepanjang periode pengumuman. Namun, Chi dan Tang (2008) menemukan bahwa *competitive effect* lebih menonjol dalam kasus pengumuman reorganisasi. Lebih lanjut, Chi dan Tang (2008) menemukan bahwa perusahaan yang cenderung mengalami contagion effect adalah perusahaan pesaing yang memiliki kesamaan pergerakan return saham dan arus kas dengan perusahaan yang mengalami reorganisasi. Dalam penelitiannya, Chi dan Tang (2008) sebenarnya menduga bahwa akan cenderung terjadi contagion effect pada perusahaan pesaing atas pengumuman reorganisasi perusahaan lainnya dikarenakan peristiwa reorganisasi dikaitkan dengan keadaan financial distress dalam tingkat yang relatif tinggi (parah) yang dialami oleh suatu perusahaan.

Sementara itu, Tang (2010) dalam penelitiannya juga menemukan efek transfer informasi intra-industri pada perusahaan pesaing atas pengumuman reorganisasi perusahaan lainnya. Namun sebaliknya, Tang (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa contagion effect lebih menonjol daripada *competitive effect*. Tang (2010) menemukan bahwa faktor spesifik perusahaan pesaing merupakan faktor paling menonjol yang mempengaruhi arah dan besarnya transfer informasi intra-industri. Baranchuk dan Rebello (2018) meneliti mengenai kondisi yang mempengaruhi arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan pesaing atas kondisi kesulitan keuangan yang dialami oleh suatu perusahaan dalam suatu industri. Baranchuk dan Rebello (2018) menjelaskan bahwa terdapat dua faktor yang mempengaruhi transfer informasi intra-industri pada perusahaan pesaing, yaitu informasi positif yang dimunculkan terkait dengan daya saing perusahaan atau prospek terhadap industri dan besarnya biaya kebangkrutan (yang disebabkan oleh beberapa hal seperti kegiatan operasi yang terganggu, kehilangan pelanggan, melemahnya hubungan tenaga kerja).

Pengumuman Delisting dan Transfer Informasi Intra Industri. Pengumuman delisting merupakan salah satu bentuk informasi yang dikaitkan dengan kondisi (kinerja) perusahaan di bursa efek. Sanger dan Peterson (1990) menyatakan bahwa sebagian besar kasus delisting terjadi karena kegagalan perusahaan dalam memenuhi sejumlah peraturan (kewajiban) seperti batas minimal laba

bersih, batas minimal kepemilikan lembar (lot) pemegang saham, batas minimum nilai pasar untuk saham yang beredar, gagal memenuhi praktek tata kelola pencatatan akuntansi (good accounting practices), gagal melunasi kewajiban yang jatuh tempo, harga jual saham dan volume perdagangan saham yang terlalu rendah (tidak wajar), dan lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman delisting secara tidak langsung berkaitan dengan informasi kondisi (kinerja) perusahaan atau informasi akuntansi. Rizvi dan Abrar (2015) dalam penelitiannya menemukan bahwa informasi akuntansi merupakan salah satu faktor yang paling berpengaruh terhadap keputusan investasi. Transfer informasi intra-industri terjadi ketika suatu perusahaan mengumumkan informasi dan kandungan informasi dari pengumuman tersebut berdampak pada perusahaan lainnya (pesaing) dalam satu sektor industri. Kohers (1999) mengungkapkan bahwa adanya kecenderungan terjadinya ekstrapolasi informasi dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya dikarenakan investor pada perusahaan lainnya menggunakan informasi tersebut sebagai asumsi dasar terkait dengan prospek perusahaannya di masa mendatang. Hunsader et al., (2013) yang menguji dampak pengumuman kebangkrutan pada return saham perusahaan pesaing (dalam satu industri) mendapatkan hasil terdapat abnormal return negatif signifikan pada saham perusahaan nondelist disekitar pengumuman delisting (pada periode (-1,0) dan (-1,+1)). Secara khusus, reaksi negatif signifikan terjadi pada perusahaan nondelist yang termasuk dalam strategi komplementer, sedangkan strategi substitusi tidak. Kwon et al., (2016) dalam penelitiannya mengenai spillover effect atas kesulitan keuangan (diwakili dengan penurunan rating kredit perusahaan) yang dialami oleh perusahaan grup di Korea. Kwon et al., (2016) menemukan bahwa dampak negatif (contagion effect) juga dialami oleh grup perusahaan lainnya yang berada dalam bisnis yang sama.

H1: Terjadi transfer informasi intra industri pada pengumuman delisting di BEI

Competitive Effect. Competitive effect terjadi apabila return saham perusahaan pesaing bergerak positif ketika terjadi kebangkrutan perusahaan dalam suatu sektor industri. Beberapa penelitian terdahulu mencoba menemukan alasan mengapa perusahaan pesaing bisa terkena dampak positif dari kebangkrutan perusahaan dalam suatu industri. Iqbal (2002) menduga bahwa efek positif dari suatu kebangkrutan mengindikasikan bahwa perusahaan nonreporter mengambil suatu keuntungan dari kelemahan dari perusahaan yang bangkrut. Adapun alasannya, pengumuman kebangkrutan perusahaan membuat stakeholder kehilangan kepercayaan dari perusahaan tersebut sehingga menyebabkan perusahaan kehilangan pemasok dan pelanggan. Ketidakmampuan perusahaan melayani pelanggan menyebabkan perusahaan kehilangan market share. Market share perusahaan tersebut dapat direbut oleh perusahaan pesaing yang masih bertahan dalam industri.

Haensly et al., (2001) menambahkan poin penting bahwa efek persaingan akan dipengaruhi oleh keyakinan investor terhadap perusahaan. Jika investor percaya bahwa pesaing akan diuntungkan karena adanya kebangkrutan suatu perusahaan maka investor akan menaruh kepercayaan mereka kepada perusahaan pesaing dan hal ini akan mempengaruhi return saham perusahaan tersebut. Selain itu, perusahaan yang mengalami kebangkrutan juga akan mengeluarkan biaya yang cukup besar baik biaya langsung maupun tidak langsung, ini akan berdampak pada aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Contagion Effect. Contagion effect merupakan kebalikan dari competitive effect. Pengumuman kebangkrutan perusahaan tidak hanya memiliki efek positif terhadap perusahaan pesaing, tetapi juga dapat memiliki efek negatif terhadap perusahaan pesaing. Pada saat perusahaan mengalami financial distress maka investor mengetahui nilai sebenarnya dari arus kas perusahaan tersebut, tetapi investor harus membuat prediksi terkait arus kas masa depan perusahaan tersebut dengan keterbatasan informasi. Di sisi lain, nilai present value dari arus kas mengalami penurunan disertai dengan meningkatnya nilai present value dari financial distress. Investor di luar perusahaan tidak mengetahui nilai sebenarnya dari suatu perusahaan yang mengalami financial distress sampai pada akhirnya

investor akan mengetahuinya saat terjadi pengumuman kebangkrutan perusahaan. Kebangkrutan perusahaan menimbulkan biaya yang besar dan informasi ini memiliki kandungan informasi yang negatif. Perusahaan yang mengalami financial distress dapat mencegah terjadinya kebangkrutan dengan meningkatkan pendanaan jika nilai investasi terhadap perusahaan tersebut tinggi. Beberapa perusahaan di dalam industri yang sama bisa saja memiliki investasi yang arus kas perusahaannya serupa dengan arus kas perusahaan yang mengalami kebangkrutan. Akibatnya, pengumuman kebangkrutan suatu perusahaan merupakan bad news bagi perusahaan-perusahaan tersebut jika nilai dari investasi mereka menunjukkan korelasi positif yang kuat dengan nilai investasi perusahaan yang mengalami kebangkrutan. Dengan demikian, contagion effect didefinisikan sebagai perubahan nilai perusahaan pesaing bukan karena redistribusi kekayaan dari perusahaan yang mengalami kebangkrutan melainkan sebagai efek industri yang menyeluruh (industry wide influence). Efek pengumuman lebih berpengaruh kuat pada perusahaan-perusahaan yang memiliki karakteristik arus kas yang serupa dengan perusahaan yang bangkrut.

Lang dan Stulz (1992), Zhang (2010), dan Akhigbe *et al.*, (2005) membuktikan bahwa pengumuman kebangkrutan memunculkan dampak menular terhadap perusahaan lainnya. Efek menular (contagion effect) dapat terjadi karena turunnya ekspektasi pasar terhadap profitabilitas perusahaan industri. Hal ini karena pengumuman kebangkrutan menunjukkan informasi negatif mengenai komponen arus kas yang umum bagi semua perusahaan dalam industri. Alasan lain mengapa efek kebangkrutan bisa menular adalah kebangkrutan satu perusahaan di industri ini akan membuat pelanggan dan pemasok menjadi khawatir terhadap kesehatan ekonomi keseluruhan industri, oleh karena itu pelanggan dan pemasok kehilangan kepercayaan dan membuat perusahaan lain dalam industri menjadi lebih buruk. Bernstein *et al.*, (2018) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa kebangkrutan yang dialami oleh suatu perusahaan di suatu daerah (kawasan) juga berdampak negatif pada perusahaan lainnya dalam area yang sama (dekat). Bernstein *et al.*, (2018) menjelaskan bahwa kebangkrutan yang terjadi pada suatu perusahaan menyebabkan turunnya kepadatan (keramaian) konsumen pada suatu daerah (kawasan). Lebih lanjut, Bernstein *et al.*, (2018) menjelaskan bahwa spillover effect terbesar terjadi pada sektor jasa dan non-perdagangan.

Garcia dan Appendini (2018) menjelaskan bahwa kondisi kesulitan keuangan (financial distress) yang dialami oleh suatu perusahaan dapat mempengaruhi perusahaan lainnya (pesaing) melalui mekanisme penambahan biaya tidak langsung. Secara spesifik, Garcia dan Appendini (2018) menjelaskan bahwa kesulitan keuangan suatu perusahaan akan meningkatkan biaya hutang dalam industri dan akibatnya membatasi akses hutang dan investasi dalam industri tersebut. Dalam kondisi ini, perusahaan pesaing dalam industri yang sama juga mengalami dampak negative. Namun, Garcia dan Appendini (2018) menjelaskan bahwa dampak negatif ini semakin kecil pada perusahaan pesaing yang memiliki neraca keuangan (kinerja keuangan) yang lebih baik dan berada dalam industri dengan tingkat konsentrasi (persaingan) tinggi. Sementara itu, Zhang (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa contagion effect atas informasi kebangkrutan suatu perusahaan lebih cenderung terjadi (menonjol) pada industri yang memiliki tingkat konsentrasi (persaingan) yang tinggi.

Leverage, Market Capitalization, dan Transfer Informasi Intra Industri. Lang dan Stulz (1992) menyatakan bahwa tingkat hutang dan tingkat konsentrasi (kekuatan persaingan) dalam industri merupakan faktor utama yang menentukan arah (direction) transfer informasi intra industri yang dialami oleh kompetitor (perusahaan pesaing), apakah contagion effect (reaksi negatif investor yang searah dengan reaksi terhadap perusahaan yang di delist) atau competitive effect (efek positif investor yang berlawanan arah dengan reaksi terhadap perusahaan yang di delist). Lang dan Stulz (1992) mengungkapkan apabila perusahaan pesaing memiliki rasio hutang (leverage) relatif lebih besar daripada perusahaan yang di-delist, maka contagion effect akan cenderung terjadi. Secara spesifik Lang dan Stulz (1992) menjelaskan bahwa tingkat hutang yang lebih tinggi dari perusahaan

pesaing akan mengurangi fleksibilitas dari perusahaan pesaing untuk melakukan ekspansi guna meningkatkan pangsa pasar perusahaan dengan memanfaatkan informasi negatif yang terjadi pada perusahaan lainnya dalam satu sektor industri.

Berikutnya, Lang dan Stulz (1992) menyatakan bahwa jika suatu industri termasuk ke dalam struktur persaingan pasar yang kurang kompetitif (atau lebih terkonsentrasi), maka informasi kebangkrutan yang dialami suatu perusahaan akan berpotensi menimbulkan competitive effect pada perusahaan pesaing dalam satu sektor industri. Lebih lanjut, Lang dan Stulz (1992) menjelaskan bahwa semakin suatu industri dalam kondisi struktur persaingan yang kurang kompetitif maka semakin mudah perusahaan pesaing untuk mengambil keuntungan atas kesulitan keuangan (kebangkrutan) yang dialami oleh perusahaan lainnya dalam satu sektor industri.

Lang dan Stulz (1992) membuktikan argumentnya dengan memberikan bukti empiris penelitiannya di mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa competitive effect (reaksi positif) terjadi pada industri yang berada dalam kondisi struktur persaingan dengan tingkat konsentrasi yang tinggi (atau tingkat persaingan antar perusahaan dalam satu industri relatif rendah) dan memiliki tingkat hutang yang rendah. Sementara itu, mereka menjelaskan bahwa contagion effect (reaksi negatif) terjadi pada industri yang berada dalam kondisi struktur persaingan dengan tingkat persaingan antar perusahaan dalam satu industri relatif tinggi dan tingkat utang yang tinggi.

H2a: Contagion effect (reaksi negatif) terjadi pada perusahaan pesaing yang memiliki tingkat hutang lebih tinggi dan tingkat kapitalisasi pasar lebih rendah daripada perusahaan yang delist dalam satu industry yang sama

H2b: Competitive effect (reaksi positif) terjadi pada perusahaan pesaing yang memiliki tingkat hutang lebih rendah dan tingkat kapitalisasi pasar lebih tinggi daripada perusahaan yang delist dalam satu industry yang sama

METODE

Jenis Penelitian. Jenis penelitian ini termasuk dalam penelitian kuantitatif di mana penelitian ini mencoba untuk mengkonfirmasi hipotesis penelitian dengan menggunakan data-data dari sampel penelitian dan menggunakan pengujian secara statistik. Secara spesifik, penelitian ini merupakan penelitian event study. Penelitian ini bermaksud untuk menguji perilaku investor atas informasi negatif (delisting) dalam suatu industri.

Populasi dan Sampel, Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan go public yang mengalami delisting di BEI. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang mengalami forced delisting selama periode penelitian. Penentuan kriteria forced delisting sebagai indikator perusahaan yang mengalami financial distress juga digunakan oleh Hubbansyah *et al.*, (2017) dalam penelitiannya mengenai model prediksi kebangkrutan perusahaan yang mengalami delisting di BEI. Penarikan sampel menggunakan purposive sampling, yaitu dengan kriteria:

- a. perusahaan memiliki pasangan perusahaan dalam industri lebih dari satu,
- b. perusahaan tidak berada dalam kategori kode sektor industri dengan digit kedua 9 (atau others) pada Jakarta Stock Industry Classification Index (JASICA),
- c. perusahaan tidak termasuk dalam sektor keuangan atau kode sektor industri 8 pada JASICA (dikarenakan ada perbedaan karakteristik pada struktur modal perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lainnya),
- d. baik perusahaan delist maupun perusahaan non-delist tidak mengumumkan informasi lainnya di sekitar periode pengumuman, dan
- e. perusahaan non-delist memiliki data harga saham harian dan data keuangan lengkap selama periode pengujian.

Berdasarkan kriteria sampel di atas, maka diperoleh sampel penelitian seperti yang disajikan pada tabel 1, tabel 2, dan tabel 3 berikut ini:

Tabel 1. Sampel Perusahaan Delist

| Keterangan | Jumlah |
|--|-----------|
| Jumlah Perusahaan <i>Delisting</i> (2005- 2016) | 54 |
| Perusahaan <i>delisting</i> bukan karena masalah penurunan kinerja keuangan/ <i>financial distress</i> | 19 |
| Perusahaan <i>delisting</i> termasuk dalam sektor keuangan | 2 |
| Perusahaan <i>delisting</i> berada pada sektor industri kategori <i>others</i> (digit kedua 9) | 0 |
| Perusahaan <i>delisting</i> (pasangan perusahaan <i>nondelist</i> tidak aktif diperdagangkan) | 2 |
| perusahaan <i>delisting</i> hanya memiliki 1 pesaing dalam sektor industrinya | 1 |
| Perusahaan <i>delisting</i> (pasangan perusahaan <i>nondelist</i> melakukan <i>corporate action</i> lainnya) | 4 |
| Perusahaan <i>delist</i> (saham seri B) | 1 |
| Perusahaan <i>delisting</i> melakukan <i>corporate action</i> lainnya | 3 |
| Jumlah Sampel Perusahaan <i>Delisting</i> (2005-2016) | 22 |

Tabel 2. Sampel Perusahaan Non-Delist

| No. | Keterangan | Jumlah |
|--|--|------------|
| 1 | Jumlah Perusahaan <i>Nondelist</i> (satu sektor dengan perusahaan <i>delist</i>) | 372 |
| 2 | Perusahaan <i>Nondelist</i> yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan | 116 |
| 3 | Perusahaan <i>Nondelist</i> yang data harga sahamnya tidak tersedia (tidak lengkap) | 10 |
| 4 | Perusahaan <i>Nondelist</i> mengungkapkan <i>corporate action</i> lainnya di sekitar tanggal pengumuman perusahaan <i>delist</i> | 114 |
| Jumlah Sampel Perusahaan <i>Nondelist</i> (2005-2016) | | 132 |

Kasus *delisting* yang menjadi pengamatan dalam penelitian ini adalah kasus *delisting* yang dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia (*forced delisting*) dikarenakan perusahaan yang terdaftar di Bursa tidak mampu memenuhi kewajibannya sebagai perusahaan *go public* sesuai dengan peraturan yang telah ditetapkan. Berdasarkan ketentuan III.3 Peraturan Nomor I-I: Tentang Penghapusan Pencatatan (*Delisting*) dan Pencatatan Kembali (*Relisting*) Saham di Bursa, perusahaan yang di *delisting* oleh Bursa sekurang-kurangnya memenuhi satu kondisi seperti: (1) mengalami kondisi, atau peristiwa, yang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kelangsungan usaha Perusahaan Tercatat, baik secara financial atau secara hukum, atau terhadap kelangsungan status Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka, dan Perusahaan Tercatat tidak dapat menunjukkan indikasi pemulihan yang memadai, dan (2) Saham Perusahaan Tercatat yang akibat suspensi di Pasar Reguler dan Pasar Tunai, hanya diperdagangkan di Pasar Negosiasi sekurang-kurangnya selama 24 (dua puluh empat) bulan terakhir. Tabel 3 menunjukkan daftar perusahaan yang mengalami *delist* di Bursa Efek Indonesia (yang termasuk dalam *forced delist*).

Tabel 3. Daftar Perusahaan yang Mengalami Delisting di BEI periode 2005-2016

| No. | Kode Perusahaan | Tanggal <i>Delisting</i> | Kode Sektor |
|-----|-----------------|--------------------------|-------------|
| 1 | RYAN | 2/13/2006 | 9.93 |
| 2 | KOPI | 2/7/2007 | 9.97 |
| 3 | MLND | 9/10/2007 | 6.61 |
| 4 | SUBA | 1/14/2008 | 5.51 |
| 5 | SUDI | 2/5/2008 | 3.37 |
| 6 | JAKA | 2/19/2009 | 6.61 |
| 7 | APEX | 4/13/2009 | 2.22 |
| 8 | MACO | 12/1/2009 | 9.93 |
| 9 | SING | 12/1/2009 | 9.91 |
| 10 | PROD | 12/1/2009 | 5.54 |
| 11 | SKBM | 12/1/2009 | 5.51 |
| 12 | TALFA | 12/1/2009 | 3.35 |
| 13 | DSUC | 12/9/2009 | 3.37 |
| 14 | IATG | 12/29/2009 | 7.73 |
| 15 | PTRA | 1/24/2011 | 6.61 |
| 16 | RINA | 10/1/2012 | 7.75 |
| 17 | PWSI | 5/17/2013 | 6.61 |
| 18 | SAIP | 10/31/2013 | 3.38 |
| 19 | KARK | 12/27/2013 | 9.91 |
| 20 | ASIA | 11/27/2014 | 9.91 |
| 21 | DAVO | 1/21/2015 | 5.51 |
| 22 | UNTX | 12/7/2015 | 4.43 |

Sumber: Data diolah dari Fact Book 2005-2017

Jenis dan Sumber Data. Jenis data penelitian ini adalah data sekunder. Periode pengujian kandungan informasi pengumuman adalah 11 hari (5 hari sebelum, pada saat, dan 5 hari setelah tanggal pengumuman delisting perusahaan). Data penelitian berupa harga saham harian perusahaan non-delist, debt ratio perusahaan delist dan non-delist, market capitalization perusahaan delist dan non-delist. Pengumuman perusahaan yang di-delist dari BEI dalam kondisi di atas dianggap sebagai peristiwa negatif yang dapat berpengaruh pada perusahaan lainnya yang berada dalam satu sektor industri yang sama, dikenal dengan istilah transfer informasi intra-industri. Efek transfer informasi intra industri dapat berupa contagion effect atau competitive effect. Contagion effect terjadi di mana reaksi pasar yang diperoleh oleh perusahaan non-delist sama (searah) dengan reaksi pasar perusahaan delist, sedangkan competitive effect terjadi di mana reaksi pasar yang diperoleh oleh perusahaan non-delist berbeda (berlawanan) dengan reaksi pasar perusahaan delist. Penelitian ini menggunakan variabel kapitalisasi pasar (menggambarkan kekuatan penguasaan pasar dari sisi permodalan perusahaan) dan tingkat leverage (menggunakan debt ratio untuk menggambarkan tingkat

penggunaan hutang perusahaan yang dapat mencerminkan tingkat risiko keuangan perusahaan dan fleksibilitas keuangan perusahaan). Secara spesifik, diduga bahwa contagion effect terjadi pada perusahaan nondelist yang memiliki kapitalisasi pasar lebih rendah dan tingkat leverage yang lebih tinggi daripada perusahaan delist. Sebaliknya, competitive effect terjadi pada perusahaan nondelist yang memiliki kapitalisasi pasar lebih tinggi dan tingkat leverage yang lebih rendah daripada perusahaan delist. Abnormal return digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur reaksi pasar yang dialami oleh perusahaan. Adapun pendekatan market model digunakan untuk mengukur abnormal return saham perusahaan.

Metode Pengumpulan Data. Penelitian ini menggunakan teknik dokumentasi dalam pengumpulan data. Sumber data berupa informasi laporan dari BEI (laporan fact book tahunan periode 2005 sampai dengan 2016) maupun data dari website idx, yahoo, dan ticmi.

Pengukuran Variabel. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah abnormal return (return tidak normal). Abnormal return merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi (actual return) dan return ekspektasi. Adapun perhitungannya sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

dimana :

RTNi,t = return tidak normal saham ke-i pada hari ke-t

Ri,t = return sesungguhnya untuk saham i pada hari ke-t

E(Ri,t) = return ekspektasi untuk saham ke-i pada hari ke-t

Actual return merupakan return yang terjadi pada hari ke-t yang menyatakan selisih harga saat ini relatif terhadap harga periode sebelumnya, dihitung dengan rumus:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

dimana :

Ri,t = return sesungguhnya untuk saham i pada hari ke-t

Pt = harga saham penutupan pada hari ke-t

Pt-1 = harga saham penutupan pada hari t-1

Sedangkan return ekspektasi (expected return) mewakili return harapan investor. Dalam penelitian ini, expected return diperoleh menggunakan metode market model (dengan menggunakan periode estimasi untuk mengestimasi nilai beta). Variabel independen pada penelitian ini adalah tingkat hutang (leverage) perusahaan yang diukur dengan Debt Ratio dan market capitalization perusahaan pesaing.

Teknik Analisa Data. Penelitian ini menggunakan uji beda rata-rata satu kelompok (pengujian one sample t-test) untuk menguji efek transfer informasi intra-industri. Pengujian statistik setiap periode dengan menggunakan t-hitung bertujuan untuk menguji signifikansi abnormal return perusahaan nondelist di sekitar periode pengumuman delisting.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 4. Statistik Deskriptif Abnormal Return Perusahaan Non-Delist

| Periode | AARt | SD |
|---------|--------------|----------|
| t-5 | -0.003858482 | 0.039504 |
| t-4 | -0.004251204 | 0.033968 |
| t-3 | 0.007790054 | 0.05213 |
| t-2 | -0.000582105 | 0.034461 |
| t-1 | -0.005709834 | 0.028255 |
| t0 | 0.000271934 | 0.03666 |
| t+1 | 0.002561699 | 0.03723 |
| t+2 | -0.00067862 | 0.034299 |
| t+3 | -0.003986845 | 0.029271 |
| t+4 | -0.001053423 | 0.028439 |
| t+5 | -0.000452933 | 0.029877 |

Sumber: Data Diolah, 2018

Berdasarkan data pada Tabel 4 terlihat bahwa rata-rata abnormal return positif tertinggi (dari seluruh perusahaan non-delist) terjadi pada periode t-3 pada tingkat 0,779% sedangkan rata-rata abnormal return negatif tertinggi terjadi pada periode t-1 pada tingkat -0,571%. Adapun abnormal return tertinggi perusahaan non-delist sebesar 35,87% dan abnormal return terendah perusahaan non-delist sebesar -34,59%. Sementara itu, Tabel 5 menunjukkan statistik deskriptif reaksi pasar pada perusahaan non-delist yang memiliki kapitalisasi pasar lebih tinggi dan tingkat leverage lebih rendah daripada perusahaan delist.

Tabel 5. Abnormal Return Perusahaan Non-Delist yang Memiliki Kapitalisasi Pasar Lebih Tinggi dan Tingkat Leverage Lebih Rendah dari Perusahaan Delist

| Periode | AARt | SD |
|---------|-----------|----------|
| t-5 | 0.0038695 | 0.0202 |
| t-4 | -0.004568 | 0.019266 |
| t-3 | 0.0045028 | 0.034009 |
| t-2 | 0.0018373 | 0.04308 |
| t-1 | -0.002143 | 0.020102 |
| t0 | -0.002617 | 0.022995 |
| t+1 | 0.0043374 | 0.037395 |
| t+2 | -0.002789 | 0.031245 |
| t+3 | -0.000309 | 0.024404 |
| t+4 | -0.002674 | 0.029583 |
| t+5 | 0.0026533 | 0.022115 |

Sumber: Data Diolah, 2018

Tabel 6. Statistik Deskriptif Abnormal Return Perusahaan Non-Delist yang Memiliki Kapitalisasi Pasar Lebih Rendah dan Tingkat Leverage Lebih Tinggi dari Perusahaan Delist

| Periode | AARt | SD |
|---------|------------|-----------|
| t-5 | 0.0101288 | 0.038441 |
| t-4 | 0.001522 | 0.0800495 |
| t-3 | -0.013677 | 0.0238577 |
| t-2 | -0.0076494 | 0.0267567 |
| t-1 | -0.0168053 | 0.0565628 |
| t0 | -0.0203605 | 0.0320204 |
| t+1 | -0.0125898 | 0.045588 |
| t+2 | 0.0042139 | 0.0650204 |
| t+3 | -0.0085134 | 0.0487691 |
| t+4 | -0.0075481 | 0.0305428 |
| t+5 | -0.0022412 | 0.0527999 |

Sumber: Data Diolah, 2018

Berdasarkan data pada Tabel 5 terlihat bahwa rata-rata abnormal return positif tertinggi (dari seluruh perusahaan non-delist) terjadi pada periode t-3 pada tingkat 0,450% sedangkan rata-rata abnormal return negatif tertinggi terjadi pada periode t-4 pada tingkat -0,457%. Adapun abnormal return tertinggi perusahaan non-delist sebesar 22,54% dan abnormal return terendah perusahaan non-delist sebesar -11,85%. Tabel 6 menunjukkan statistik deskriptif reaksi pasar pada perusahaan nondelist yang memiliki kapitalisasi pasar lebih rendah dan tingkat leverage lebih tinggi daripada perusahaan delist. Berdasarkan data pada Tabel 6 terlihat bahwa rata-rata abnormal return positif tertinggi (dari seluruh perusahaan non-delist) terjadi pada periode t-5 pada tingkat 1,013% sedangkan rata-rata abnormal return negatif tertinggi terjadi pada periode t0 pada tingkat -2,036%. Adapun abnormal return tertinggi perusahaan non-delist sebesar 27,47% dan abnormal return terendah perusahaan non-delist sebesar -17,95%.

Hasil Pengujian Hipotesis Pengujian Efek Transfer Informasi Intra-Industri. Penelitian ini menggunakan one sample t-test untuk menguji keberadaan transfer informasi intra industri yang tercermin dari ada tidaknya reaksi pasar pada perusahaan nondelist di sekitar tanggal pengumuman delisting. Tabel 7 menunjukkan hasil pengujian signifikansi abnormal return pada perusahaan non-delist. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada Tabel 7, terlihat bahwa terdapat abnormal return positif dan signifikan pada t-3 dan t+1 pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat competitive effect di mana terdapat transfer informasi intra-industri pada perusahaan nondelist dalam arah yang berlawanan. Perusahaan non-delist mendapatkan reaksi pasar yang positif (keuntungan) atas peristiwa delisting yang dialami perusahaan lainnya (pesaingnya) dalam satu industri yang sama. Hipotesis 1 (H1) dalam penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Iqbal (2002) dan Haensly et al., (2001) yang menemukan bahwa pengumuman kesulitan suatu perusahaan berdampak positif pada saham perusahaan pesaingnya (dalam satu industri). Investor menganggap bahwa peristiwa (pengumuman) kesulitan keuangan hanya spesifik terjadi pada satu perusahaan atau dengan kata lain bukan merupakan cerminan atas kondisi industri.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Jorion dan Zhang (2009), Huang dan Cheng (2013), serta Chang et al., (2015). Jorion dan Zhang (2009) dalam penelitiannya mengenai pengumuman kebangkrutan perusahaan, menunjukkan hasil bahwa pasar bereaksi negatif atas saham perusahaan kreditur serta terjadi peningkatan ketidakpastian kondisi perusahaan kreditur (tercermin dari peningkatan spread dari credit default swap). Huang dan Cheng (2013) serta Chang et al., (2015) dalam penelitiannya mengenai pengumuman penurunan rating kredit perusahaan, menunjukkan hasil

yang sama di mana terjadi peningkatan yang signifikan atas spread dari credit default swap perusahaan pesaing (perusahaan lainnya dalam satu industri yang tidak diumumkan terdapat perubahan rating atas kredit perusahaannya selama periode jendela pengujian).

Hal ini dimungkinkan terjadi karena Bursa Efek Indonesia hanya menggunakan 2 digit klasifikasi sektor industri sehingga kemungkinan besar kurang dapat mengelompokkan saham-saham perusahaan dalam kelompok industri yang memiliki karakteristik yang sama (pola arus kas dan kesamaan produk). Hal ini berbeda jauh dengan klasifikasi sektor industri yang dilakukan di Bursa Efek negara maju seperti Amerika Serikat dan Eropa yang menggunakan lebih dari 2 digit klasifikasi (lebih spesifik sehingga pengelompokan sektor saham perusahaan-perusahaan dapat lebih sesuai karakteristiknya).

Tabel 7. Hasil Pengujian Signifikansi Abnormal Return Perusahaan Non-Delist

| Periode | t hitung | AARt |
|---------|----------|-------|
| t-5 | -0.58 | -0.05 |
| t-4 | -1.30 | -0.11 |
| t-3 | 2.32 | 0.20 |
| t-2 | -0.12 | -0.01 |
| t-1 | -0.75 | -0.07 |
| t0 | 1.31 | 0.11 |
| t+1 | 2.38 | 0.21 |
| t+2 | -0.65 | -0.06 |
| t+3 | -1.18 | -0.10 |
| t+4 | -0.74 | -0.06 |
| t+5 | 0.31 | 0.03 |

Sumber: Data diolah, 2018

Pengujian Hubungan Antara Kapitalisasi Pasar, Tingkat Leverage dan Arah Transfer Informasi Intra-Industri. Sementara itu, Tabel 8 dan 9 menunjukkan hasil pengujian signifikansi abnormal return pada perusahaan non-delist di mana perusahaan non-delist dikelompokkan berdasarkan perbandingan nilai kapitalisasi pasar dan tingkat leverage (hutang) dari perusahaan delist.

Tabel 8. Hasil Pengujian Signifikansi Abnormal Return Perusahaan Non-Delist yang Memiliki Kapitalisasi Pasar Lebih Tinggi dan Tingkat Leverage Lebih Rendah dari Perusahaan Delist

| Periode | t hitung | AARt |
|---------|----------|-------|
| t-5 | 0.76 | 0.12 |
| t-4 | -0.72 | -0.11 |
| t-3 | 1.04 | 0.16 |
| t-2 | 0.19 | 0.03 |
| t-1 | -0.30 | -0.05 |
| t0 | -0.15 | -0.02 |
| t+1 | 0.71 | 0.11 |
| t+2 | -1.62 | -0.25 |
| t+3 | 0.39 | 0.06 |
| t+4 | -1.15 | -0.17 |
| t+5 | 0.93 | 0.14 |

Sumber: Data Diolah, 2018

Tabel 9. Hasil Pengujian Signifikansi *Abnormal Return* Perusahaan *Non-Delist* yang Memiliki Kapitalisasi Pasar Lebih Rendah dan Tingkat *Leverage* Lebih Tinggi dari Perusahaan *Delist*

| Periode | t hitung | AARt |
|---------|----------|-------|
| t-5 | 0.75 | 0.19 |
| t-4 | 0.06 | 0.01 |
| t-3 | -0.87 | -0.22 |
| t-2 | -0.58 | -0.15 |
| t-1 | 0.01 | 0.00 |
| t0 | -0.89 | -0.22 |
| t+1 | 0.03 | 0.01 |
| t+2 | 1.56 | 0.39 |
| t+3 | -0.41 | -0.10 |
| t+4 | 0.10 | 0.02 |
| t+5 | -0.30 | -0.07 |

Sumber: Data Diolah, 2018

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada Tabel 8 dan 9 terlihat bahwa tidak terdapat abnormal return yang signifikan pada perusahaan non-delist di sekitar pengumuman delisting. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kapitalisasi pasar dan tingkat leverage (secara bersamaan) perusahaan tidak dapat menjelaskan arah transfer informasi intra-industri yang dialami perusahaan non-delist, baik contagion effect maupun competitive effect. Hal ini menjelaskan bahwa hipotesis 2a dan 2b dalam penelitian ini ditolak.

Namun demikian, competitive effect terlihat pada perusahaan nondelist yang memiliki kapitalisasi pasar dan tingkat leverage yang lebih tinggi daripada perusahaan delist serta pada perusahaan nondelist yang memiliki kapitalisasi pasar dan tingkat leverage yang lebih rendah daripada perusahaan delist. Hasil ini dapat dilihat pada Tabel 10 dan 11. Secara spesifik, pada Tabel 10 dapat dilihat bahwa abnormal return positif dan signifikan terjadi pada t-3, t0, dan t+1. Adapun, pada Tabel 11, dapat dilihat bahwa terdapat abnormal return positif dan signifikan pada t-3. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat competitive effect. Tabel 10 dan Tabel 11 menunjukkan bahwa competitive effect terjadi pada perusahaan non-delist yang merupakan kapitalisasi pasar yang tinggi dan tingkat leverage yang rendah (secara parsial).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada kasus pengumuman delisting di Bursa Efek Indonesia, investor menganggap bahwa peristiwa tersebut hanya spesifik terjadi pada suatu perusahaan dan tidak mempengaruhi secara negatif pesaing dalam industri yang sama. Secara umum investor menduga bahwa perusahaan pesaing mendapatkan peluang (kepercayaan) karena jatuhnya kinerja perusahaan lainnya dalam satu industri. Hal ini sejalan dengan penjelasan Iqbal (2002) dan Haensly et al., (2001).

Tabel 10. Hasil Pengujian Signifikansi Abnormal Return Perusahaan Non-Delist yang Memiliki Kapitalisasi Pasar dan Tingkat Leverage Lebih Tinggi dari Perusahaan Delist

| Periode | t hitung | AARt |
|---------|----------|-------|
| t-5 | -1.15 | -0.15 |
| t-4 | -1.28 | -0.16 |
| t-3 | 1.75 | 0.22 |
| t-2 | 0.62 | 0.08 |
| t-1 | -0.71 | -0.09 |
| t0 | 2.21 | 0.28 |
| t+1 | 2.61 | 0.33 |
| t+2 | -0.87 | -0.11 |
| t+3 | -1.44 | -0.18 |
| t+4 | 0.09 | 0.01 |
| t+5 | -0.48 | -0.06 |

Sumber: Data Diolah, 2018

Tabel 11. Hasil Pengujian Signifikansi Abnormal Return Perusahaan Non-Delist yang Memiliki Kapitalisasi Pasar dan Tingkat Leverage Lebih Rendah dari Perusahaan Delist

| Periode | t hitung | AARt |
|---------|----------|-------|
| t-5 | -1.69 | -0.51 |
| t-4 | -0.12 | -0.04 |
| t-3 | 2.86 | 0.86 |
| t-2 | -1.57 | -0.47 |
| t-1 | -0.36 | -0.11 |
| t0 | 0.66 | 0.20 |
| t+1 | 0.61 | 0.18 |
| t+2 | 1.12 | 0.34 |
| t+3 | -0.94 | -0.28 |
| t+4 | -0.63 | -0.19 |
| t+5 | 0.72 | 0.22 |

Sumber: Data Diolah, 2018

PENUTUP

Kesimpulan. Berdasarkan pengujian yang dilakukan dapat disimpulkan terdapat efek transfer informasi intra-industri atas pengumuman delisting di mana perusahaan non-delist mendapatkan reaksi pasar yang positif dan signifikan atau dengan kata lain terjadi competitive effect. Hal ini menunjukkan bahwa pasar (investor) menganggap informasi delisting merupakan informasi khusus (spesifik) yang hanya terjadi pada suatu perusahaan. Variabel kapitalisasi pasar dan tingkat leverage perusahaan non-delist (dibandingkan dengan perusahaan delist) tidak mampu menjelaskan arah transfer informasi intra-industri, baik contagion effect maupun competitive effect.

Saran. Hasil penelitian berguna bagi investor dalam mengambil keputusan investasi atas pengumuman negatif yang masuk dalam suatu industri. Berdasarkan hasil penelitian, investor dapat membeli saham perusahaan pesaing lainnya (dalam suatu industri) ketika salah satu perusahaan menunjukkan gejala mengalami kesulitan keuangan (sebelum diumumkan akan di-delist). Di lain pihak, bagi dewan pengelola BEI, penelitian ini menunjukkan ada kemungkinan perlu dilakukan pengkajian ulang atas klasifikasi sektor saham (dalam hal ini JASICA) yang telah dibuat. Adapun, bagi penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel lainnya untuk menjelaskan arah transfer informasi intra-industri pada perusahaan non-delist seperti Indeks Herfindahl (sebagai proksi untuk mengukur tingkat konsentrasi suatu industri).

Acknowledgement

Penulis mengucapkan terimakasih kepada DRPM Kemenristek Dikti karena telah memberikan dukungan berupa hibah penelitian

DAFTAR RUJUKAN

- Akhigbe, Aigbe, Madura, Jeff, Martin, Anna D. (2005). Accounting Contagion: The Case of Enron. *Journal of Economics and Finance*, 20 (2): 187-202.
- Akhigbe, Aigbe, Martin, Anna D., Whyte, Ann Marie. (2005). Contagion Effects of The World's Largest Bankruptcy: The Case of WorldCom. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 45: 48-64.
- Almilia, Luciana Spica. (2006). Reaksi Pasar dan Efek Intra-Industri Pengumuman Financial Distress. *Jurnal Ekono – Insentif (Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi – Kopertis Wilayah IV)*, 1(1), <https://spicaalmilia.files.wordpress.com/2007/04/reaksi-pasar-efek-intra-industri-financial-distress.pdf>
- Baranchuk, Nina and Rebello, Michael J. (2018). Spillovers From Good-News and Other Bankruptcies: Real Effects and Price Responses. *Journal of Financial Economics*, 129 (2): 228-249.
- Bernstein, Shai, Colonnelli, Emanuele, Giroud, Xavier, and Iverson, Benjamin. (2018). Bankruptcy Spillovers. *Journal of Financial Economics*, (Article in Press), pp. 1-26., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.09.010>
- Chang, Jung-Hsien; Hung, Mao-Wei; Tsai, Feng-Tse. (2015). Credit Contagion and Competitive Effects of Bond Rating Downgrades Along The Supply Chain. *Finance Research Letters*, 15: 232–238. <http://dx.doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.006>
- Chi, Li-Chiu and Tang, Tseng-Chung. (2008). The Response of Industry Rivals to Announcements of Reorganization Filing. *Economic Modelling*, 25 (1): 13-23.
- Desir, Rosemond. (2012). How do Managers of Non-Announcing Firms Respond to Intra-Industry Information Transfers? *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (9-10): 1180-1213. <https://doi.org.ezproxy.ugm.ac.id/10.1111/j.1468-5957.2012.02306.x>
- Firth, M. (1996). Dividend Changes, Abnormal Returns, and Intra-Industry Firm Valuations. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (2): 189-211.
- Frino, Alex, Jones, Stewart, and Wong, Jin Boon. (2007). Market Behaviour Around Bankruptcy Announcements: Evidence From The Australian Stock Exchange. *Accounting and Finance*. 47 (4): 713-730.
- Garcia-Appendini, Emilia. (2018). Financial Distress and Competitors' Investment. *Journal of Corporate Finance*, 51: 182-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.06.003>

- Gutierrez, Carlos Lopez; Azofra, Sergio Sanfilippo; Olmo, Begona Torre. (2015). Investment Decisions of Companies in Financial Distress. *BRQ Business Research Quarterly*, 18: 174-187.
- Haensly, Paul J., Theis, John, dan Swanson, Zane. (2001). Reassessment of Contagion and Competitive Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 40 (3-4): 45-63.
- Hardjanto. (2002). Transfer Informasi Intra Industri atas Pengumuman Perubahan Dividen serta Pengaruh Tingkat Dividen Surprise Perusahaan Reporter, Ukuran Perusahaan Reporter, dan Tingkat Konsentrasi Perusahaan Reporter Terhadap Besarnya Transfer Informasi pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Huang, Alex YiHou; Cheng, Chiao-Ming. (2013). Information Risk and Credit Contagion. *Finance Research Letters*, 10: 116–123. <http://dx.doi.org/10.1016/j.frl.2013.06.002>
- Hubbansyah, Aulia Keiko, Ulupui, I Gusti Ketut Agund, dan Purwanti, Ari. (2017). Penerapan Model Hazard untuk Memprediksi Kebangkrutan: Studi Pada Perusahaan yang Delisting di Bursa Efek Indonesia. *MIX: Jurnal Ilmiah Manajemen*, VII (1): 59-79.
- Hunsader, Kenneth, Delcoure, Natalya, and Pennywell, Gwendolyn. (2013). Competitive Strategy and Industry Contagion Following Traditional Chapter 11. *Managerial Finance*. 39 (11): 1032-1055.
- Iqbal, Zahid. (2002). The Effect of Bankruptcy Filings on The Competitor's Earnings. *International Review of Economics and Finance*. 11 (1): 85-99.
- Jorion, Philippe dan Zhang, Gaiyan. (2009). Credit Contagion from Counterparty Risk. *The Journal Of Finance*, LXIV (5): 2053 – 2087.
- Kaspereit, Thomas, Lopatta, Kerstein, Pakhchanyan, Suren, dan Prokop, Jorg. (2017). Systemic Operational Risk: Spillover Effects of Large Operational Losses in The European Banking Industry. *The Journal of Risk Finance*, 18 (3): 252-267.
- Kohers, N. (1999). The Industry Wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcements and The Determinants of Information Transfer. *The Financial Review*, 34: 137-158.
- Kwon, Yonghyun, Han, Seung Hun, and Lee, Bong-Soo. (2016). Financial Constraints and Negative Spillovers in Business Groups: Evidence From Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39: 84-100. <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.003>
- Lang, Larry H.P., and Stulz, Rene M. (1992). Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*. 32(1): 45-60.
- Laux, P., Starks, L.T., dan Yoon, P.S. (1998). The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-Industry Information Transfers: An Investigation of Dividend Announcements. *Financial Management*, 27 (3): 5-16.
- Rizvi, Rabeea dan Abrar, Afsheen. (2015). Factors Affecting an Individual Investor Behavior – An Empirical Study in Twin Cities (Rawalpindi and Islamabad) of Pakistan. *SS International Journal of Economics and Management*, 5 (5): 1-18.
- Sanger, Gary C. dan Peterson, James D. (1990). An Empirical Analysis of Common Stock Delistings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2): 261-271.
- Schipper, K. (1990). Information transfers. *Accounting Horizons*, 4(4): 97-107.
- Tang, Tseng-Chung. (2010). The Information Content of Reorganization Procedures: Contagion or Competitive Effects?. *Portuguese Economic Journal.*, 9(2): 141-161.
- Zhang, Gaiyan. (2010). Emerging From Chapter 11 Bankruptcy: Is It Good News or Bad News for Industry Competitors?. *Financial Management*. 39 (4): 1719-1742.