

ANALISIS RISIKO DAN *RETURN* SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH *CROSS-LISTING*

(Studi dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange*
2011-2017)

SKRIPSI

Diajukan untuk Menempuh Ujian Sarjana
pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya

STEFANI FABIOLA CHRISTINE
NIM 145030200111025



UNIVERSITAS BRAWIJAYA
FAKULTAS ILMU ADMINISTRASI
JURUSAN ILMU ADMINISTRASI BISNIS
PROGRAM STUDI ADMINISTRASI BISNIS
KONSENTRASI MANAJEMEN KEUANGAN

MALANG

2018



TANDA PENGESAHAN

Telah dipertahankan di depan majelis penguji skripsi, Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya, pada:

Hari :Rabu

Tanggal : 06 Juni 2018

Pukul : 09.30-11.00 WIB

Skripsi atas nama : Stefani Fabiola Christine

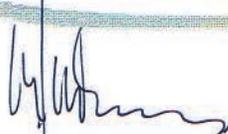
Judul : Analisis Risiko dan *Return* Saham Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing* (Studi dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* 2011-2017).

Dan dinyatakan

LULUS

MAJELIS PENGUJI

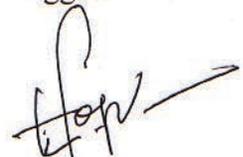
Ketua



Nila Firdausi Nuzula, S.Sos., M.Si., Ph.D.

NIP. 19730530 200312 2 001

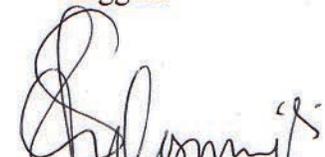
Anggota



Topowijono, Drs., M.Si.

NIP. 195307041982121001

Anggota



Sri Sulasmiyati, S.Sos., MAP.

NIP. 197704202005022001

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh pihak lain untuk mendapatkan karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebut dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah skripsi ini dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia skripsi ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (S-1) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU NO.20 Tahun 2003, pasal 25 Ayat 2 dan Pasal 70).

Malang, 1 Mei 2018



Stefani Fabiola Christine
NIM. 145030200111025

RINGKASAN

Stefani Fabiola Christine, 2018, **Analisis Risiko dan Return Saham Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing* (Studi dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di New York Stock Exchange 2011-2017)**, Nila Firdausi Nuzula, Ph.D, 156+xv.

Perusahaan selalu berusaha untuk bergerak tumbuh dan maju. Dalam pertumbuhannya, perusahaan membutuhkan dana yang cukup besar. Pasar modal dianggap sebagai sumber pendanaan perusahaan. Ketika kebutuhan pendanaan perusahaan tidak mampu dipenuhi oleh pasar modal dalam negeri maka perusahaan memilih untuk melakukan *cross-listing*. *Cross-listing* adalah pencatatan saham di lebih dari dua bursa selain bursa domestiknya. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan likuiditas, memperluas basis investor, mengurangi asimetri informasi dan hambatan investasi internasional serta meningkatkan standar dan *image* perusahaan. Keputusan perusahaan ini bertujuan untuk meningkatkan kinerja saham perusahaan sehingga berpengaruh pada likuiditas sahamnya. Semakin likuid suatu saham maka investor semakin tertarik untuk menanamkan modalnya. Hal ini berpengaruh pada jumlah pendanaan yang diperoleh perusahaan. Dampak *cross-listing* akan diukur dengan risiko dan *abnormal return* yang diperoleh perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan antara risiko dan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar dan melakukan *cross-listing* di *New York Stock Exchange* (NYSE) antara periode 2011-2017. Analisis data dilakukan dengan analisis uji beda.

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data dapat diketahui bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing* dengan nilai sebesar ($0,709 > 0,05$) dan tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing* dengan nilai sebesar ($0,057 > 0,05$).

Sebaiknya perusahaan mengumpulkan informasi sebanyak-banyaknya sebelum melakukan *cross-listing*. Perusahaan harus mempertimbangkan urgensi dari melakukan *cross-listing* dan tingkat keuntungan yang diperoleh dibandingkan dengan beban yang harus dikeluarkan. Faktor-faktor eksternal juga harus dipertimbangkan seperti faktor ekonomi dan politik serta kondisi pasar.

Kata Kunci : Risiko, *Abnormal Return*, *Cross-listing*.

SUMMARY

Stefani Fabiola Christine, 2018, **The Analysis of Risk and Return Before and After Cross-Listing (Study on New York Stock Exchange period 2011-2017)**, Nila Firdausi Nuzula, Ph.D, 156+xv.

Companies are always trying to move and grow. In its growth, the company needs substantial funds. The capital market is considered as a source of funding for the company. When the company's financing needs are not met by the domestic capital market, the company chooses to cross-list. Cross-listing is a listing of shares in more than two exchanges other than its domestic stock. This is done to improve liquidity, expand investor base, reduce information asymmetry and international investment barriers and improve company's standards and branding. The company's decision aims to improve the company's stock performance which could affect its stock liquidity. The more liquid a share the more interested investors to invest. This affects the amount of funding obtained by the company. The impact on cross-listing will be measured by the risk and abnormal return earned by the company.

This study is meant to find out whether there is difference between risk and abnormal return before and after cross-listing. This study was conducted on the New York Stock Exchange (NYSE) period 2011-2017. The data analysis done with paired sample t-test.

Based on the results of the study and analysis data can be known that there is no significant difference of risk before and after cross-listing with a value of $(0,709 > 0,05)$ and there is no significant difference of abnormal return with value of $(0,057 > 0,05)$.

Companies should collect information as much as possible before cross-listing. Companies should consider the urgency of cross-listing and the level of profit earned compared to the expenses incurred. External factors should also be considered such as economic and political factors as well as market conditions.

Key-word : Risk, Abnormal Return, Cross-listing.

KATA PENGANTAR

Puji Syukur peneliti panjatkan kehadiran Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat, taufik dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Analisis Risiko dan Return Saham Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing* (Studi dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* 2011-2017)”**.

Skripsi ini merupakan tugas akhir yang diajukan untuk memenuhi syarat dalam memperoleh gelar Sarjana Ilmu Administrasi Bisnis (SAB) pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya Malang.

Penulis menyadari bahwa penyusunan Skripsi ini tidak akan terwujud tanpa adanya bantuan dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada yang terhormat :

1. Bapak Prof. Dr. Bambang Supriyono, MS selaku Dekan Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.
2. Bapak Dr. Mochammad Al Musadieg, M.BA. selaku Ketua Jurusan Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.
3. Bapak Mohammad Iqbal, S.Sos., M.Si., DBA selaku Sekretaris Jurusan Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.
4. Ibu Nila Firdausi Nuzula, S.Sos., M.Si., Ph. D selaku Ketua Program Studi Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya, sekaligus Dosen Pembimbing penulis yang telah meluangkan waktu untuk membimbing dan mengarahkan hingga skripsi ini selesai.

5. Bapak Ari Darmawan, Dr. SAB., MAB., selaku Sekretaris Prodi Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.
6. Seluruh Dosen Pengajar Administrasi Bisnis yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat bagi penulis.
7. Orang tua dan adik penulis Bapak Joko Supriyono, Ibu Tutik, Akbar Ari Ramadan dan Richi Oktaviano Ramadan, terima kasih telah memberikan doa terbaik, dukungan moril, kasih sayang serta semangat yang tiada henti sehingga penulisan tugas akhir skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
8. Terima kasih kepada JJM (Vitra Islami, Dania Nabila, Nadia Agustina, Aan Suryana, Taufik Hidayat, Rio Ihsan, Dicky Hidayat dan Rizqi Ahmad) atas pertemanan, dukungan, ketulusan, keseruan dan untuk selalu ada dari semester 1 hingga saat ini.
9. Terima kasih kepada The Stars (Maria Chiquita dan Nasya Zuniga) atas dukungan, pengertian, tempat berkeluh kesah, waktu yang telah dihabiskan bersama. *You always know how to back me up! I miss the moment we spent, always.*
10. Terima kasih kepada WTF (Geby, Monica, Clara, Viola, Irma, Rosi dan Mai) atas pertemanan dan dukungan dari SMA sampai sekarang.
11. Terima kasih kepada Shara Indriati, sahabat yang selalu mendengarkan, pengertian, sabar dan memberikan nasihat-nasihat kepada penulis.
12. Terima kasih kepada AIESEC yang telah membentuk dan memberi pelajaran hingga menjadi penulis yang sekarang. Terima kasih telah mengisi masa perkuliahan penulis dengan hal yang tidak terduga.

13. Terima kasih kepada EB Ksatria 1718, IGV AdHoc 1516-1718 dan AVENGER (Fritz, Tyo, Tari, Iqbal) atas kerja keras dan kerja sama selama ini bersama penulis melalui hal-hal yang melelahkan dan membanggakan. *You are more than I expected and I'm so happy be a part of this team. Thank you for creating this great experience together.*

14. Terima kasih kepada keluarga besar AEC terutama tim inti (Kak Rama, Kak Duhita dan Kak Heldha) serta Deliana Swanita atas kesabaran, pengertian dan pembelajaran yang telah diberikan. Terima kasih telah mengenalkan, mengisi dan mengajarkan penulis hal-hal diluar perkuliahan.

15. Terima kasih Lauv atas karyanya yang memotivasi penulis selama mengerjakan skripsi.

16. Rekan Mahasiswa Konsentrasi Manajemen Keuangan 2014.

17. Semua pihak yang telah membantu, memberikan dukungan terselesaikannya skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Demikian kesempurnaan skripsi ini, saran dan kritik yang sifatnya membangun sangat penulis harapkan. Semoga karya skripsi ini bermanfaat dan dapat memberikan sumbangan yang berarti bagi pihak yang membutuhkan.

Malang, 2018

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
MOTTO	ii
TANDA PERSETUJUAN SKRIPSI	iii
TANDA PENGESAHAN SKRIPSI	iv
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	v
RINGKASAN	vi
SUMMARY	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah.....	11
C. Tujuan Penelitian.....	11
D. Kontribusi Penelitian.....	12
E. Sistematika Penulisan.....	12
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
A. Penelitian Terdahulu.....	14
B. Investasi.....	20
1. Definisi Investasi.....	20
2. Tujuan Investasi.....	20
3. Jenis-Jenis Investasi.....	21
C. Pasar Modal.....	22
1. Definisi Pasar Modal.....	22
2. Karakteristik Pasar Modal.....	23
3. Fungsi Pasar Modal.....	24
4. Jenis-jenis Pasar Modal.....	25
5. Pelaku Pasar Modal.....	27
6. Instrumen Pasar Modal.....	27
7. Efisiensi Pasar Modal.....	28
D Saham.....	30
1. Definisi Saham.....	30
2. Jenis-Jenis Saham.....	31
E Risiko dan <i>Return</i>	33
1. Risiko.....	33
2. <i>Return</i>	37
F <i>Cross-Listing</i>	41

1. Definisi <i>Cross-Listing</i>	42
2. Karakteristik Perusahaan <i>Cross-Listing</i>	42
3. Keuntungan <i>Cross-Listing</i>	43
4. Teori <i>Cross-Listing</i>	46
G. <i>Suspended Company</i>	48
H. Kerangka Pemikiran.....	49
I. Hipotesis	52
BAB 3	METODE PENELITIAN
A. Jenis Penelitian	54
B. Lokasi Penelitian.....	55
C. Variabel dan Pengukuran	55
1. Risiko	55
2. <i>Abnormal Return</i>	56
D. Populasi dan Sampel	58
1. Populasi	58
2. Sampel	59
E. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	64
F. Teknik Analisis Data	64
1. Uji Deskriptif	64
2. Uji Normalitas	67
3. Pengujian Hipotesis	68
BAB 4	PEMBAHASAN
A. Gambaran Umum <i>New York Stock Exchange (NYSE)</i>	70
B. Gambaran Umum Perusahaan	71
C. Analisis Statistika Deskriptif	88
1. Risiko	89
2. <i>Abnormal Return</i>	95
D. Uji Normalitas	104
1. Risiko	104
2. <i>Abnormal Return</i>	105
E. Interpretasi Hasil	107
1. Pembahasan Risiko	107
2. Pembahasan <i>Abnormal Return</i>	108
BAB 5	PENUTUP
A. Kesimpulan	110
B. Saran	111
DAFTAR PUSTAKA	112

DAFTAR TABEL

No	Judul	Halaman
1	Penelitian Terdahulu	17
2	Penentuan Sampel	59
3	Daftar Sampel Penelitian	60
4	Risiko Sebelum dan Sesudah <i>Cross-Listing</i>	91
5	Statistik Deskriptif Risiko Selama Periode Pengamatan.....	94
6	Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah <i>Cross-Listing</i>	100
7	Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i> Selama Periode Pengamatan	101
8	Uji Normalitas Risiko Sebelum dan Sesudah <i>Cross-listing</i>	103
9	Hasil Uji <i>Wilcoxon</i> Risiko Sebelum dan Sesudah <i>Cross-Listing</i>	103
10	Uji Normalitas Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah <i>Crosslisting</i>	106
11	Hasil Uji <i>Wilcoxon Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah <i>Cross-Listing</i>	106

DAFTAR GAMBAR

No	Judul	Halaman
1	Tingkat Pengembalian Setelah Pajak.....	2
2	Kapitalisasi Pasar NYSE	4
3	Penurunan Perusahaan yang Melakukan <i>Cross-listing</i>	10
4	Kerangka Pemikiran	52
5	Model Hipotesis	53
6	Periode <i>Cross-listing</i>	67
7	Grafik Risiko Sebelum dan Sesudah <i>Cross-Listing</i>	93
8	Grafik Rata Rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah <i>Cross-Listing</i>	102

CURICULLUM VITAE



I. Data Pribadi

1. Nama : Stefani Fabiola Christine
2. Jenis kelamin : Perempuan
3. Tempat tanggal lahir : Blitar, 19 Februari 1996
4. Alamat : Jl. Cakraningrat 02/06 Gondang legi,
Sutojayan, Kab. Blitar, Jawa timur.
5. Agama : Islam
6. Kewarganegaraan : Indonesia
7. Telpon / HP : 081236286136
8. Email : stefanifabiola3@gmail.com

II. Riwayat Pendidikan

1. SDN Sutojayan 03 : 2002 – 2008
2. SMPN 1 Sutojayan : 2008 – 2011
3. SMAN 4 Blitar : 2011 – 2014
4. Menempuh S1 Ilmu Administrasi Bisnis Universitas Brawijaya Malang :
2014 – 2018

III. Pengalaman Organisasi/Kepanitiaan

1. AIESEC Universitas Brawijaya 2015-2018 (staff *Incoming Global Volunteer Ad Hoc, Middle Management Board, Executive Board*)
2. Administration English Club, Fakultas Ilmu Administrasi, Universitas Brawijaya 2015-2016 (divisi Reasoning, *General Treasurer II*)



BAB I

PENDAHULUAN

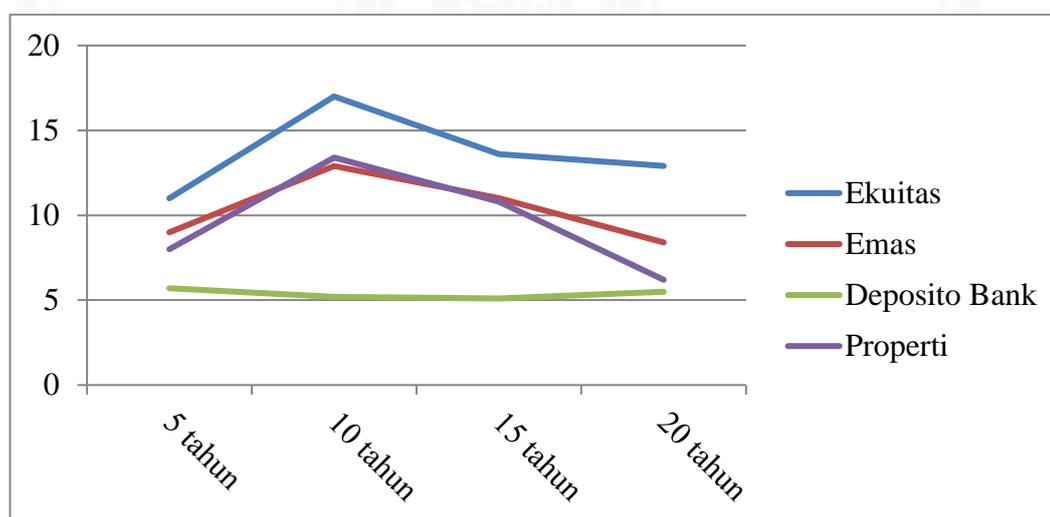
A. Latar Belakang

Teori konsumsi Keynes menyebutkan bahwa setiap orang melakukan pembelanjaan atas pendapatannya untuk kegiatan konsumsi. Tidak hanya dihabiskan untuk kegiatan konsumsi, setiap orang juga akan melakukan penundaan konsumsi. Penundaan konsumsi mengalihkan dana untuk dimasukkan dalam aset atau proses produksi produktif yang hasilnya digunakan untuk konsumsi di masa mendatang yang biasa disebut sebagai investasi (Hartono, 2017:5). Jones (2014:3) menyatakan bahwa investasi adalah dana yang dikomitmenkan dalam bentuk aset untuk beberapa periode mendatang. Motif yang mendorong manusia dalam berinvestasi yaitu mendapatkan keuntungan dan perencanaan kebutuhan di masa depan.

Meningkatnya kesadaran akan kebutuhan investasi ini, berdampak positif pada dunia investasi global. Hal ini didukung oleh pernyataan Bank Dunia yang memproyeksikan pertumbuhan ekonomi global tahun 2018 menjadi 3,1%, dengan perkiraan naik 0,2% dari proyeksi pada Juni tahun 2017. Sektor investasi berkontribusi paling signifikan pada pertumbuhan ini. Sebagai contoh, di Amerika Serikat, peningkatan investasi swasta berdampak pada peningkatan pertumbuhan ekonomi dari sebelumnya 2,3% pada 2017, diperkirakan akan mencapai 2,5% pada tahun 2018. Pada negara-negara *emerging market* dan negara-negara berkembang, diperkirakan mengalami peningkatan dari 4,3% di tahun 2017 menjadi 4,5% di tahun 2018. Tingkat pertumbuhan akan meningkat

menjadi 4,7% pada 2019 dan 2020 (economy.okezone.com, 2018). Pernyataan tersebut sejalan dengan Bengoa dan Robles (2012) yang menjelaskan bahwa kebijakan pemerintah harus berorientasi pada peningkatan investasi dan pasar karena hal tersebut berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi suatu negara.

Investasi dilakukan dalam berbagai macam jenis, seperti investasi dalam bentuk emas, properti, deposito bank, dan ekuitas. Pilihan investasi tergantung pada tingkat pengembalian dan risiko yang diharapkan. Jika ingin mendapatkan *return* tinggi, maka risiko yang dihadapi juga tinggi. Investasi dalam bentuk ekuitas yang disalurkan melalui pasar modal merupakan salah satu jenis investasi yang sering dipilih karena menawarkan *return* yang tinggi walaupun diikuti dengan risiko tinggi. Hal ini didukung dengan data perbandingan beberapa jenis investasi berikut.



Gambar 1. Tingkat Pengembalian Setelah Pajak

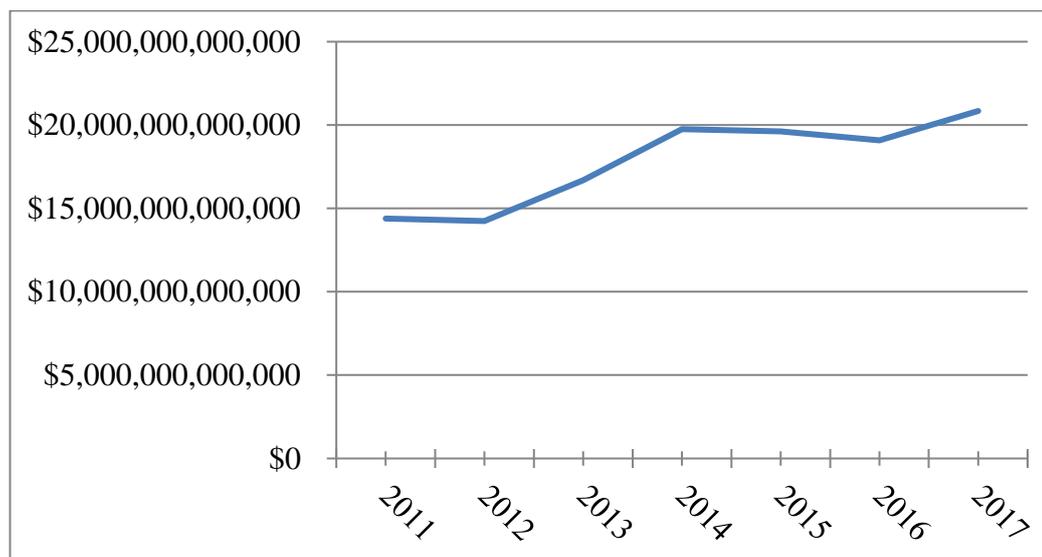
Sumber : timesofindia.indiatimes.com diakses pada 17 April 2018

Investasi di pasar modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Pasar modal menyediakan alternatif

investasi bagi investor selain menabung di bank, membeli emas, tanah, bangunan dan lain sebagainya. Tandelilin (2010:26) menjelaskan bahwa fungsi pasar modal adalah menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dan kelebihan dana dimana hal ini mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien karena pihak yang kelebihan dana memilih alternatif investasi yang memberikan *return* optimal.

New York Stock Exchange (NYSE) adalah salah satu pasar modal terbesar di dunia. NYSE memiliki *market model* yang unik, jaringan tak terbatas, visibilitas tinggi dan hubungan yang baik dengan investor. Hal tersebut mendorong berbagai perusahaan seperti Qiagen, Spirit Airlines, WPP, Norwegian Cruise Lines, Blackberry, Oracle, RR Donnelly, United Airlines, Madison Square Garden Company dan IMAX untuk mengevaluasi kembali pertukarnya dan memindahkannya ke NYSE. Pernyataan ini didukung dengan fakta bahwa pada tahun 2000, terdapat US\$1,3 triliun telah ditransferkan dari pasar ekuitas NASDAQ ke NYSE (nyse.com, 2018).

NYSE merupakan bursa saham paling likuid dengan nilai kapitalisasi pasar terbesar di dunia. Nilai kapitalisasi pasar NYSE selalu mengalami fluktuasi dengan kecenderungan kearah peningkatan dari tahun ke tahun. Pernyataan tersebut dibuktikan dengan data nilai kapitalisasi pasar NYSE yang diperoleh melalui web nyse.com untuk periode 2011-2017. Grafik berikut akan menggambarkan fluktuasi nilai kapitalisasi pasar NYSE dari tahun 2011-2017, yaitu US\$14,4 triliun, US\$14,2 triliun, US\$16,7 triliun, US\$19,8 triliun, US\$19,6 triliun, US\$19,1 triliun, dan US\$20,8 triliun.



Gambar 2. Kapitalisasi Pasar NYSE

Sumber : Data diolah (www.nyse.com diakses pada 16 April 2018)

Grafik tersebut telah menunjukkan bahwa nilai kapitalisasi pasar NYSE cenderung mengalami peningkatan. Nilai kapitalisasi pasar yang cenderung meningkat mencerminkan keadaan suatu pasar membaik, karena nilai kapitalisasi pasar merupakan indikator yang menggambarkan perkembangan sebuah bursa saham. Nilai kapitalisasi pasar juga merupakan gambaran nilai pasar, baik individu saham maupun bursa saham secara keseluruhan. Kapitalisasi pasar yang tinggi mencerminkan kondisi pasar yang memiliki nilai kapitalisasi saham yang tinggi. Hal ini terjadi karena nilai per individu saham menentukan nilai kapitalisasi pasar keseluruhan (economy.okezone.com, 2018).

Cross-listing merupakan salah satu cara yang dilakukan perusahaan untuk meningkatkan nilai kapitalisasi saham melalui pencatatan pada bursa dengan nilai kapitalisasi pasar lebih tinggi dari bursa domestiknya. Hal ini bertujuan untuk menarik minat investor menanamkan dananya pada saham perusahaan tersebut

sehingga saham tersebut akan lebih likuid. Para investor yang berinvestasi tidak hanya mempertimbangkan kondisi fundamental dan prospek bisnis suatu emiten namun, perkembangan nilai kapitalisasi saham bersangkutan juga diperhitungkan (economy.okezone.com, 2018).

Karolyi (dalam Peng dan Su, 2012) menjelaskan *cross-listing* merupakan pencatatan saham perusahaan pada satu atau lebih bursa asing selain bursa domestiknya. Terdapat lebih dari 3000 perusahaan asing melakukan *cross-listing* di lebih dari 40 bursa saham. Bursa saham yang dijadikan sebagai tujuan *cross-listing* adalah bursa saham dengan tingkat likuiditas lebih tinggi dari bursa domestiknya. Beberapa macam bursa asing yang sering dijadikan sebagai tujuan *cross-listing*, seperti *New York Stock Exchange* (NYSE), *Nasdaq*, *London Stock Exchange* (LSE) dan beberapa bursa lain. Berdasarkan pada *Citi Depository Receipts*, *cross-listing* meningkatkan volume perdagangan sebesar 22,4 miliar saham pada 2011 dengan total modal yang mampu didapat sebesar US\$16,6 miliar (Peng dan Su, 2012).

Karolyi (dalam Peng dan Su, 2012) berpendapat bahwa *cross-listing* bukan hanya mengenai keputusan tata kelola keuangan perusahaan namun, secara khusus *cross-listing* merupakan keputusan strategis utama pertumbuhan perusahaan. Salah satu bentuk pertumbuhan perusahaan sesudah *cross-listing* yaitu adanya perubahan karakteristik perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan yang melakukan *listing* di bursa Amerika Serikat harus memenuhi standar ketat yang telah ditetapkan oleh bursa efek negara tersebut, seperti adanya transparansi informasi, standar akuntansi lebih tinggi dan penetapan perlindungan hukum yang lebih ketat

bagi investor. Penetapan standar tersebut berdampak positif pada peningkatan kepercayaan investor dan valuasi perusahaan (Ammer *et al*, 2008).

Terlepas dari meningkatnya globalisasi ekonomi dunia dan integrasi pasar modal, banyaknya perusahaan yang melakukan *cross-listing* disebabkan perusahaan memiliki tujuan tertentu. Setiap perusahaan bisa memiliki tujuan yang berbeda, namun pada dasarnya tujuan dasar perusahaan tersebut mengarah pada keinginan untuk menjaga eksistensi perusahaan. Setiap perusahaan memiliki keinginan agar perusahaannya akan terus tumbuh dan berkembang, namun, terdapat hal yang tidak bisa dihindari bahwa setiap keputusan atau pilihan yang dibuat perusahaan memiliki kemungkinan untuk berhasil atau bahkan gagal dalam mencapai tujuannya.

Penilaian mengenai keberhasilan *cross-listing* bergantung pada beberapa hal, seperti penilaian akurat target perusahaan, perkiraan prospek kedepan dan urgensi dari *cross-listing* bagi perusahaan. Keputusan melakukan *cross-listing* tidak terlepas dari masalah, bisa saja karena biaya *listing* yang mahal, atau perusahaan tidak mendapat hasil yang diharapkan. Perusahaan dikatakan mengalami keuntungan atau kerugian dari *cross-listing* dengan melihat kinerja saham perusahaan sesudah *cross-listing*. Jika kinerja saham meningkat sesudah melakukan *cross-listing*, maka perusahaan melakukan pilihan yang tepat, namun jika hal sebaliknya yang terjadi maka keputusan yang dilakukan perusahaan untuk melakukan *cross-listing* kurang tepat.

Kinerja saham mengalami peningkatan jika saham tersebut mampu memberikan *return* lebih tinggi dari *return* yang diekspektasikan, yang biasa

disebut dengan *abnormal return*. *Return* memiliki hubungan linier dengan risiko. Semakin besar *return* yang ditawarkan maka semakin besar pula risiko yang harus dihadapi. Dodd dan Louca (2012) menjelaskan bahwa *cross-listing* memberi rata-rata dampak positif yang signifikan atas kekayaan pemegang saham. Hal ini sejalan dengan pernyataan Bahlous (2013) menyatakan bahwa *cross-listing* akan meningkatkan keuntungan pemegang saham dengan meningkatkan likuiditas, mengurangi asimetri informasi dan menawarkan kemungkinan yang lebih besar untuk investor di negara lain untuk melakukan diversifikasi. Hal ini menguntungkan perusahaan karena mampu memperluas basis investor, menurunkan biaya modal, dan peningkatan profil publik yang akan membantu perusahaan menjangkau pelanggan baru, pemasok, dan mitra keuangan. *Cross-listing* di bursa dengan undang-undang perlindungan hukum yang lebih baik dapat mengirimkan sinyal positif tentang nilai perusahaan dan mendorong harga.

Cross-listing memungkinkan perusahaan membagi pasar investor asing menjadi segmen yang mudah diakses. Sebelumnya, akses investor asing terbatas karena hambatan investasi internasional. Hambatan tersebut mendasari perusahaan untuk melakukan *cross-listing*, karena perusahaan ingin mendapatkan jumlah modal yang lebih besar. *Cross-listing* memungkinkan investor asing mendapat kesempatan lebih besar untuk menanamkan modalnya (Abdallah dan Ioannidis, 2010).

Cross-listing dapat menurunkan biaya melalui peningkatan lingkungan informasi perusahaan. *Cross-listing* menuntut perusahaan untuk meningkatkan kesadaran akan informasi baik dari dan kedalam perusahaan. *Cross-listing*

mengharuskan perusahaan untuk mengikuti standarisasi perusahaan yang lebih tinggi sehingga kualitas perusahaan meningkat dan memberi nilai lebih di mata investor asing (Cetorelli dan Peristiani, 2010).

Cross-listing dapat juga digunakan sebagai *investor protection*. Perusahaan-perusahaan berkomitmen pada standar tata kelola perusahaan yang lebih tinggi dan diatur dalam yurisdiksi yang lebih ketat. Hal ini bertujuan untuk meningkatkan valuasi perusahaan, kepercayaan dan rasa aman investor dalam berinvestasi di perusahaan karena investasinya dilindungi (Abdallah dan Ioannidis, 2010).

Dilihat dari sisi investor, alasan mengapa investor mempertimbangkan pasar luar negeri untuk menginvestasikan dananya adalah diversifikasi. Diversifikasi internasional memberikan manfaat lebih besar bagi investor dibanding hanya berinvestasi pada pasar lokal. Dalam jangka panjang, kontribusi *return* melalui diversifikasi internasional yang diperoleh investor akan lebih tinggi dibanding investasi-investasi yang hanya dilakukan pada pasar modal lokal. Dengan melakukan diversifikasi internasional, investor akan memperoleh manfaat pengurangan risiko pada tingkat keuntungan tertentu. Besarnya manfaat yang akan diperoleh investor akan sangat tergantung dari koefisien korelasi, risiko dan tingkat *return* di masing-masing pasar modal tersebut (Tandelilin, 2010:116).

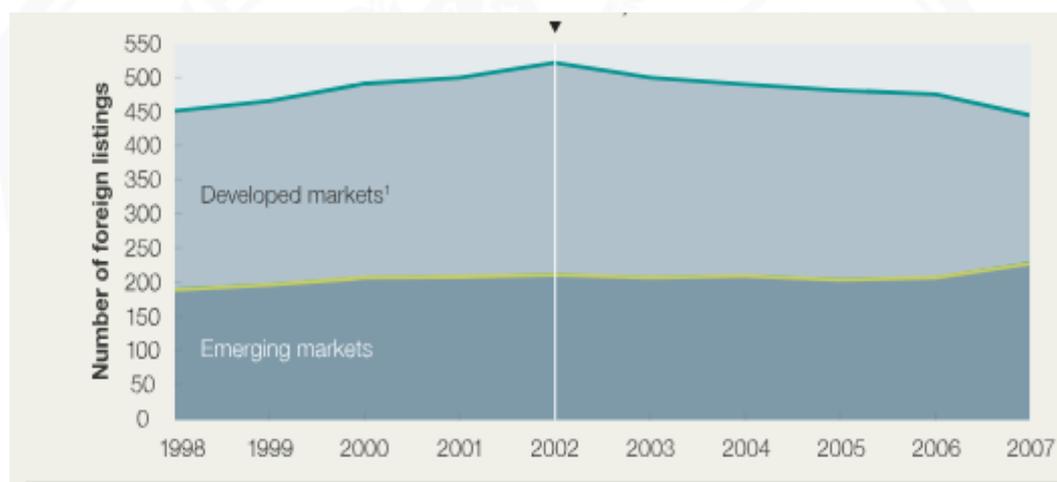
Roosenboom dan Van Dijk (2009) menjelaskan hal serupa dengan pernyataan sebelumnya bahwa masing-masing pasar modal membawa manfaat yang berbeda. Roosenboom dan Van Dijk menganalisis 526 *cross-listing* dari 44 negara yang berbeda pada 8 bursa saham utama dan mendokumentasikan reaksi

harga saham. Rata-rata untuk bursa efek Amerika Serikat memberi tingkat pengembalian sebesar 1,3%, bursa efek London sebesar 1,1 %, bursa efek di Eropa sebesar 0,6%, dan 0,5% untuk bursa efek Tokyo.

Telah dijelaskan sebelumnya terdapat berbagai manfaat yang didapat setelah melakukan *cross-listing*. Walaupun demikian, terdapat perbedaan pendapat diantara para peneliti. Menurut Licht (2003), terdapat beberapa teori yang menjelaskan mengenai alasan perusahaan untuk melakukann *cross-listing*. Teori pertama berkaitan dengan aspek finansial seperti, akses investor lebih mudah, tingkat likuiditas lebih tinggi, harga saham lebih tinggi dan menurunkan biaya modal. Teori lainnya mengenai *corporate governance*. Sebagai contoh, pasar modal UK dan US merupakan pasar modal yang paling sering dituju karena memiliki standar tata kelola lebih tinggi dari pasar modal lain di belahan dunia lain. Hal ini memberikan pengaruh lebih besar pada pemegang saham karena merasa investasinya lebih terjamin.

Karolyi (2004:2) menyatakan pada tahun 90-an sebagian besar studi berfokus pada faktor yang mendorong untuk melakukan *cross-listing*, seperti keuntungan yang didapat jika melakukan *cross-listing* : mengurangi biaya modal, memperluas basis investor, dan meningkatkan likuiditas, namun, Karolyi juga menyatakan dalam dekade terakhir terjadi penurunan jumlah perusahaan yang melakukan *cross-listing*. Pada tahun 2002, jumlah perusahaan yang melakukan *cross-listing* sebesar 2300, menurun 50% dari tahun 1997 yaitu 4700. Hal ini terjadi karena saat ini pasar modal lebih likuid, terintegrasi dan akses investor lebih mendunia. Pada Mei 2007 hingga Mei 2008, 35 perusahaan besar Eropa,

termasuk Ahold, Air France, Bayer, British Airways, Danone, dan Fiat, menghentikan *cross-listing* nya di bursa efek New York. Jumlah perusahaan negara maju yang melakukan *cross-listing* terus menurun di pasar modal utama baik di New York dan London. *Tokyo Stock Exchange* juga mengalami hal yang sama, beberapa perusahaan terkenal, seperti Boeing dan BP, menarik *cross-listing* nya. Doebbs dan Goedhart (dalam mckinsey.com, 2018) menunjukkan hal serupa bahwa pada dekade terakhir terdapat banyak perusahaan Eropa yang mengakhiri *cross-listing* nya di Amerika Serikat. Hal ini ditunjukkan pada gambar berikut.



Gambar 3. Penurunan Perusahaan yang Melakukan *Cross-listing*

Sumber : www.mckinsey.com diakses pada 20 April 2018

Adanya perbedaan pendapat diantara peneliti membuat topik ini menarik untuk dibahas. Topik ini akan diuji dalam periode penelitian yang dilakukan selama 5 bulan sebelum hingga 5 bulan sesudah *cross-listing*. Hal ini berdasar pada penelitian yang dilakukan oleh Jayaraman (1993) yang meneliti mengenai dampak *listing* oleh perusahaan asing dalam bentuk *American Depository Receipts (ADRs)* pada risiko dan *return*, dalam periode 150 hari sebelum sampai

150 hari sesudah *listing*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif dan adanya peningkatan *return*.

Berdasarkan uraian tersebut, maka penelitian ini memiliki tujuan untuk mengetahui perbedaan risiko dan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *cross-listing* sehingga penelitian ini mengangkat judul “**Analisis Risiko dan Return Saham Sebelum dan Sesudah Cross-Listing (Studi dilakukan pada Saham yang Terdaftar di New York Stock Exchange 2011-2017)**”.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dalam latar belakang, maka pokok permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian adalah:

1. Apakah terdapat perbedaan signifikan antara risiko saham sebelum dan sesudah *cross-listing*?
2. Apakah terdapat perbedaan signifikan antara *abnormal return* saham sebelum dan sesudah *cross-listing*?

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan sebagai berikut:

1. Mengetahui ada tidaknya perbedaan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*.
2. Mengetahui ada tidaknya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*.

D. Kontribusi Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi yang bermanfaat untuk keperluan akademis maupun teoritis, sebagai berikut:

1. Aspek Akademis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan wawasan terhadap penelitian mengenai *cross-listing* dan dapat digunakan sebagai rujukan atau masukan untuk penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan *cross-listing* saham.

2. Aspek Teoritis

Hasil Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang pengaruh *cross-listing* terhadap risiko dan *return* saham.

E. Sistematika Penulisan

Skripsi ini dibagi menjadi lima bab secara berurutan dan saling berkaitan. Berikut ini uraian singkat pokok-pokok bahasan yang akan dibahas pada tiap-tiap babnya.

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini berisikan gambaran umum mengenai permasalahan yang dibahas menyangkut latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat dan sistematika pembahasan.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisikan tentang teori-teori dalam literatur atau referensi, termasuk penelitian-penelitian terdahulu baik di dalam dan luar negeri, kerangka pemikiran yang digunakan sebagai

dasar untuk menganalisis dan menyimpulkan penyelesaian pokok permasalahan yang diuraikan pada bab I.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang metode yang digunakan dalam penelitian ini. Bab ini meliputi jenis penelitian, variabel penelitian, populasi dan sampel penelitian, sumber data dan teknik analisis data.

BAB IV : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan hasil dari penelitian dan pembahasan mengenai gambaran umum objek penelitian, penyajian data, hasil analisis data dan interpretasi hasil penelitian.

BAB V : PENUTUP

Berisi kesimpulan dari hasil penelitian, saran bagi pihak yang terkait serta keterbatasan penelitian.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

1. Jayaraman et al (1993)

Penelitian ini menganalisis dampak pencatatan saham dalam *American Depository Receipts (ADRs)* terhadap risiko dan tingkat pengembalian saham periode 1983-1988 di *New York Stock Exchange (NYSE)* dan *American Stock Exchange (ASE)*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah risiko dan *return* saham. Uji beda t digunakan untuk menguji variabel penelitian ini. Hasil penelitian menjelaskan bahwa perusahaan yang melakukan *listing* dalam bentuk *American Depository Receipts (ADRs)* mendapat efek *abnormal return* yang positif. *Cross-listing* memberikan informasi dan memperluas distribusi transaksi saham, sehingga berpengaruh pada peningkatan volatilitas *return*.

2. Sundaram dan Logue (1995)

Penelitian ini menganalisis harga saham sesudah perusahaan melakukan *cross-listing* dalam bentuk *American Depository Receipts (ADR)* di *New York Stock Exchange (NYSE)* dan *American Stock Exchange (ASE)* selama periode 1982-1992. Terdapat tiga variabel yang digunakan yaitu nilai buku (*price to book value*), pendapatan tunai (*price to cash earnings*), pendapatan (*price to earnings*). Hasil penelitian ini adalah *cross-listing* oleh perusahaan asing menggunakan ADR di NYSE dan ASE meningkatkan

nilai ekuitas perusahaan, menurunkan biaya modal dan mengurangi risiko pasar modal internasional.

3. Lowengrub dan Melvin (2002)

Penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan volatilitas sebelum dan sesudah dilakukan *cross-listing*. GARCH model digunakan untuk menguji variabel penelitian. Hasil penelitian ini menyatakan : 1) perusahaan Jerman yang melakukan *listing* dalam bentuk ADR mempunyai *non-trading period* yang lebih pendek. Terdapat penurunan tingkat volatilitas di pagi hari (*opening price*) dan peningkatan volatilitas di sore hari (*closing price*). 2) kesempatan untuk berbagi risiko dan jangka waktu perdagangan lebih panjang karena dilakukan di dua negara dengan zona waktu yang berbeda.

4. Koulakiotis et al (2010)

Penelitian ini menganalisis perbedaan volatilitas dan efek perbedaan nilai tukar pada saham perusahaan yang melakukan *cross-listing*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah volatilitas dan error : portofolio saham asing, portofolio saham dalam negeri, nilai tukar Poundsterling terhadap Euro, nilai tukar Mark Jerman terhadap Euro, nilai tukar Dollar AS terhadap Euro di pasar Inggris dan Jerman menggunakan multivariat GARCH. Hasil penelitian menjelaskan bahwa *cross-listing* mempengaruhi tingkat integrasi pasar dan volatilitas pasar Inggris dan Jerman.

5. Dodd dan Louca (2012)

Penelitian ini mengevaluasi hubungan antara *cross-listing* dengan kekayaan pemilik saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini

adalah segmentasi pasar, *legal bonding*, likuiditas, *investor recognition*, preferensi kedekatan, *market timing* dan strategi bisnis dengan menggunakan uji regresi. Hasil penelitian menjelaskan bahwa *cross-listing* memberi rata-rata dampak positif yang signifikan terhadap kekayaan pemegang saham.

6. Bahlous (2013)

Tujuan dari penelitian ini adalah memperkirakan dampak *cross-listing* pada *return*, likuiditas, dan risiko. Sampel dalam penelitian ini adalah 24 perusahaan dari Gulf Cooperation Council yang mencatatkan sahamnya di luar negeri selama periode 2000-2010. Dalam sebuah studi yang menguji hubungan antara *abnormal return* dengan *cross-listing* menggunakan uji regresi menemukan bahwa, (1) tingkat *abnormal return* sekitar 6% yang berlangsung sampai 6 hari sesudah *cross-listing* dan mulai berkurang sesudahnya (2) peningkatan likuiditas yang signifikan dan (3) rata-rata penurunan risiko. Hasil penelitian ini adalah *cross-listing* di London memberi keuntungan paling banyak kepada pemegang saham karena menghasilkan *return* abnormal positif yang signifikan, kenaikan likuiditas dan penurunan risiko.

7. Ghadab dan Hellara (2016)

Penelitian ini menguji pengaruh *cross-listing* terhadap peningkatan nilai perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang di analisis dengan regresi multivariat. Hasil penelitian menjelaskan *cross-listing* memberikan reaksi positif terhadap harga dan

nilai perusahaan. Di Inggris, nilai tertinggi didapat saat *pre-listing*, sedangkan di Amerika Serikat nilai tertinggi didapat saat *post-listing*. Hal ini berkaitan dengan *abnormal return* yang meningkat sesudah *cross-listing* di Amerika Serikat. Peningkatan nilai dipengaruhi oleh keakuratan harga saham di Amerika Serikat sesudah *cross-listing*.

8. Ho *et al* (2017)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji reaksi harga saham biasa dan perubahan pada eksposur risiko sesudah *cross-listing* untuk *Real Estate Investment Trust (REITs)*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Depository Receipts (DR)*, *Dual Ordinary Listings (DOL)*, *Abnormal Return (AR)*, *Cummulative Abnormal Return (CAR)* dengan menggunakan analisis *cross-section*. Hasil penelitian menjelaskan bahwa DR dan DOL pada perusahaan yang melakukan *cross-listing* mengalami perubahan positif insignifikan. AR dan CAR signifikan, menandakan investor mendapatkan *return* yang positif.

Tabel 1 Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Variabel	Alat Analisis	Hasil
1	Jayaraman <i>et al</i> (1993)	Risiko dan <i>return</i>	Uji beda t	Perusahaan yang <i>listing</i> dalam bentuk <i>American Depository Receipts (ADRs)</i> mendapat <i>abnormal return</i> yang positif. <i>Cross-listing</i> memberi informasi dan memperluas distribusi transaksi saham. Hal ini berpengaruh pada volatilitas <i>return</i> .

No	Nama Peneliti	Variabel	Alat Analisis	Hasil
2	Sundaram dan Logue (1995)	Nilai buku (<i>price to book value</i>), pendapatan tunai (<i>price to cash earnings</i>), pendapatan (<i>price to earnings</i>)	Uji Regresi	<i>Cross-listing</i> oleh perusahaan asing menggunakan ADR di NYSE dan ASE meningkatkan nilai ekuitas perusahaan, menurunkan biaya modal dan mengurangi risiko pasar modal internasional.
3	Lowengrub dan Melvin (2002)	Volatilitas	GARCH model	Hasil dari penelitian ini menyatakan : 1) perusahaan Jerman yang melakukan <i>ADR's listing</i> mempunyai <i>non-trading period</i> yang lebih pendek. Terdapat penurunan tingkat volatilitas di pagi hari (<i>opening price</i>) dan peningkatan volatilitas di sore hari (<i>closing price</i>). 2) kesempatan untuk berbagi risiko dan jangka waktu perdagangan lebih panjang karena dilakukan di dua pasar dengan zona waktu yang berbeda.
4	Koulakiotis et al (2010)	portofolio saham asing, portofolio saham dalam negeri, nilai tukar Poundsterling terhadap Euro, nilai tukar Mark Jerman terhadap Euro, nilai tukar USD terhadap Euro di pasar Inggris dan Jerman	Analisis multivariat GARCH	<i>Cross-listing</i> mempengaruhi tingkat integrasi pasar dan volatilitas pasar Inggris dan Jerman. Level integrasi pasar dipengaruhi oleh <i>cross-listing</i> dan perbedaan nilai tukar.

No	Nama Peneliti	Variabel	Alat Analisis	Hasil
5	Dodd dan Louca (2012)	segmentasi pasar, <i>legal bonding</i> , likuiditas, <i>investor recognition</i> , preferensi kedekatan, <i>market timing</i> dan strategi bisnis	Uji Regresi	<i>Cross-listing</i> memberi rata-rata dampak positif yang signifikan terhadap kekayaan pemegang saham.
6	Bahlous (2013)	<i>return</i> saham, likuiditas dan risiko	Uji Regresi	<i>Cross-listing</i> di London memberi keuntungan paling banyak kepada pemegang saham karena menghasilkan <i>abnormal return</i> positif yang signifikan, kenaikan likuiditas dan penurunan risiko.
7	Ghadab dan Hellara (2016)	<i>firm value</i>	Analisis Regresi multivariat	<i>Cross-listing</i> memberikan reaksi positif terhadap harga dan efek penurunan nilai perusahaan. Di Inggris, nilai tertinggi didapat saat <i>pre-listing</i> sedangkan di Amerika Serikat nilai tertinggi didapat saat <i>post-listing</i> .
8	Ho et al (2017)	<i>Depository Receipts (DR)</i> , <i>Dual Ordinary Listings (DOL)</i> , <i>Abnormal Return (AR)</i> , <i>Cummulative Abnormal Return (CAR)</i>	<i>Cross-Section</i>	DR dan DOL pada perusahaan yang melakukan <i>cross-listing</i> mengalami perubahan positif insignifikan. AR dan CAR signifikan, menandakan investor mendapatkan <i>return</i> yang positif.

Sumber: Data diolah penulis, 2018

B. Investasi

Semakin hari kebutuhan manusia semakin meningkat. Dalam memenuhi kebutuhan yang tak terbatas tersebut, seseorang tidak bisa hanya mengandalkan pendapatan yang miliki. Investasi dipilih sebagai alternatif untuk memenuhi kebutuhan di masa yang akan datang. Seseorang melakukan investasi karena nilai uang yang dimiliki akan menyusut karena adanya inflasi. Kesadaran akan kebutuhan jangka panjang ini meningkatkan animo masyarakat untuk melakukan dan meningkatkan perannya dalam dunia investasi.

1. Definisi Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010:2). Jones (2014:3) menyatakan bahwa investasi adalah dana yang dikomitmenkan dalam bentuk aset untuk beberapa periode mendatang. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan komitmen terhadap sejumlah dana atau aset lain yang dilakukan saat ini dan akan berlangsung sampai beberapa masa mendatang dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa depan.

2. Tujuan Investasi

Setiap orang memiliki tujuan tersendiri sebelum berinvestasi. Fahmi (2015:3) berpendapat bahwa tujuan seseorang dalam melakukan investasi adalah sebagai berikut:

- a. Terciptanya keberlanjutan (*continuity*) dalam investasi tersebut.
- b. Terciptanya profit yang maksimal atau keuntungan yang diharapkan.

- c. Terciptanya kemakmuran bagi pemegang saham.
- d. Turut memberikan andil bagi pembangunan bangsa.

Tandelilin (2010:8-9) mengemukakan beberapa alasan tentang mengapa seseorang melakukan keputusan investasi:

- a. Untuk peningkatan taraf hidup.
- b. Menekan risiko penurunan kekayaan akibat inflasi.
- c. Investasi dapat mendorong penghematan pajak.

3. Jenis-Jenis Investasi

Investasi dibedakan menjadi dua jenis, yaitu investasi pada aset riil dan investasi pada aset keuangan (Bodie *et al.*, 2008:4). Investasi pada aset riil merupakan investasi yang dilakukan pada aset tetap seperti rumah, tanah, dan kendaraan. Investasi pada aset keuangan merupakan investasi yang dilakukan pada aset dalam bentuk sekuritas yang diperjual-belikan di antara investor saham, obligasi, reksa dana dan lain-lain. Kepemilikan aset finansial menurut Hartono (2017:7-10) dilakukan dengan dua cara, yaitu :

- a. Investasi langsung yaitu pembelian langsung aktiva keuangan suatu perusahaan yang diperjual-belikan di pasar uang, pasar modal maupun pasar turunan (*derivative market*). Investasi ini dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak diperjual-belikan dan biasa didapatkan melalui bank seperti tabungan dan deposito.
- b. Investasi tidak langsung adalah kegiatan pembelian saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan lain.

Dua jenis investasi tersebut memberikan pilihan bagi investor untuk memilih cara seperti apa yang dikehendaki dalam melakukan investasi. Jika investor cenderung berani terhadap risiko dan mampu menentukan pilihan asetnya sendiri, maka investor tersebut akan berinvestasi secara langsung di pasar modal, pasar uang, ataupun pasar turunan. Investor yang cenderung memilih aset berisiko rendah maka investasi dilakukan secara tidak langsung dengan membeli saham melalui perusahaan investasi yang menyediakan portofolio aset-aset keuangan perusahaan.

C. Pasar Modal

Pasar modal telah mengalami perkembangan yang cukup signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan peningkatan jumlah perdagangan sekuritas di pasar modal baik itu di dalam maupun luar negeri. Fakta ini didukung dengan semakin banyak perusahaan yang meramaikan kegiatan jual beli sekuritas di pasar modal. Hal ini menunjukkan bahwa animo masyarakat tinggi terhadap keberadaan pasar modal.

1. Definisi Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjual-belian sekuritas (Tandelilin, 2010:26). Fahmi (2015:48) mendefinisikan pasar modal sebagai tempat dimana berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau untuk memperkuat modal perusahaan. Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No 8 Tahun 1995 Pasal 1 Butir 14, pasar

modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang telah diterbitkan, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Secara umum, pasar modal adalah tempat penawaran umum dan perdagangan efek bagi pihak yang membutuhkan dana dan memiliki dana. Dana yang diperoleh dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja, dan sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan. Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara melalui dua fungsinya yaitu fungsi ekonomi dan keuangan. Fungsi ekonomi berarti menyediakan fasilitas yang mempertemukan antara pihak pemilik dana (investor) dengan pihak yang memerlukan dana (emiten). Fungsi keuangan berarti memberikan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dan sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

2. Karakteristik Pasar Modal

Pasar modal memiliki karakteristik yang berbeda dari pasar pada umumnya. Karakteristik pasar modal menurut Hadi (2013:15) yaitu :

- a. Memberikan prospek keuntungan di masa depan (*expected return*).
- b. Mempunyai harapan keuntungan yang tinggi, tetapi mengandung risiko yang tinggi pula.
- c. Mengutamakan kemampuan analisis.
- d. Mengandung unsur spekulasi tinggi.

Karakteristik yang membedakan antara pasar modal dengan pasar pada umumnya adalah dari segi kegiatan yang dilakukan. Jika di pasar pada umumnya hanya membeli dan menjual barang untuk kebutuhan saat ini, pasar modal memperjual-belikan keuntungan di masa yang akan datang atas aset yang dibeli.

3. Fungsi Pasar Modal

Hadi (2013:16) menyebutkan bahwa pasar modal memiliki dua fungsi yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi berarti pasar modal memfasilitasi pemberi pinjaman untuk memindahkan dananya ke peminjam. Fungsi keuangan berarti pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh peminjam, dimana pemberi pinjaman tidak terlibat langsung atas kepemilikan aktiva.

Selain fungsi ekonomi dan fungsi keuangan, pasar modal memberi fungsi baik bagi pihak yang terlibat secara langsung maupun tidak langsung.

Fungsi tersebut yaitu :

a. Bagi perusahaan

Memperoleh pembiayaan dengan risiko relatif lebih rendah dibandingkan dengan peminjaman jangka pendek di pasar keuangan.

b. Bagi investor

Peluang berinvestasi untuk memperoleh *return* yang tinggi.

c. Bagi perekonomian nasional

Terdapat penyebaran kepemilikan terhadap masyarakat dan memberi kesempatan investor asing untuk berinvestasi (Hadi, 2013:16-17).

4. Jenis-jenis Pasar Modal

Peningkatan jumlah transaksi di pasar modal membuat pasar modal sebagai sarana transaksi perdagangan sekuritas menjadi semakin beragam. Menurut Sunariyah (2003:13-14), jenis-jenis pasar modal adalah sebagai berikut:

a. Macam-macam Pasar Modal

1) Pasar Perdana (*primary market*)

Pasar perdana merupakan penawaran saham dari emiten kepada investor selama waktu yang telah ditetapkan sebelum saham tersebut diperdagangkan melalui pasar sekunder. Pasar perdana memperdagangkan saham-saham atau sekuritas lainnya untuk pertama kalinya sebelum saham tersebut dicatatkan di bursa. Penjamin emisi dan perusahaan yang akan go public yang menentukan harga saham di pasar perdana.

2) Pasar Sekunder (*secondary market*)

Pasar sekunder yaitu perdagangan saham yang dilakukan setelah melalui masa penawaran di pasar perdana. Pasar sekunder merupakan pasar yang memperjual-belikan saham dan sekuritas lainnya setelah penjualan di pasar perdana. Harga saham ditentukan oleh aktivitas permintaan dan penawaran yang dilakukan penjual dan pembeli.

3) Pasar Ketiga (*third market*)

Tempat perdagangan saham di luar bursa (*over the counter market*).

4) Pasar Keempat (*fourth market*)

Pasar perdagangan efek antar pemegang saham, atau proses pemindahan saham antar pemegang saham yang biasanya dalam nominal besar tanpa melalui perantara pedagang efek.

b. Pasar Modal Ditinjau Berdasarkan Proses Transaksi

1) Pasar Spot

Pasar keuangan yang memperdagangkan sekuritas atau jasa keuangan lainnya dimana kegiatan transaksinya langsung dilakukan secara spontan.

2) Pasar Futures atau Forward

Pasar keuangan dimana sekuritas atau jasa keuangan akan diselesaikan sesuai dengan waktu yang telah ditentukan. Perpindahan sekuritas atau jasa keuangan membutuhkan jangka waktu tertentu. Transaksi atas sekuritas atau jasa keuangan akan dilakukan hari ini, tetapi penyerahan barang akan dilakukan di masa mendatang.

3) Pasar Opsi

Pasar keuangan yang memperdagangkan hak untuk menentukan pilihan atas saham atau obligasi. Hak pilihan tersebut adalah persetujuan pemegang saham untuk menjual atau membeli saham atau obligasi dalam waktu tertentu.

Banyaknya jenis saham yang diperjual-belikan menuntut banyaknya variasi pasar modal. Beragam jenis pasar modal memberikan sarana jual beli

yang berbeda dan menyesuaikan dengan kepentingan investor atau pihak-pihak yang terkait dengan pasar modal.

5. Pelaku Pasar Modal

Dalam kegiatan di pasar modal, terdapat pelaku-pelaku di pasar modal (Fahmi, 2015:88) diantaranya yaitu

- 1) Emiten merupakan perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal.
- 2) *Underwriter* atau penjamin, yaitu pihak yang menjamin perusahaan dalam menjual sahamnya di pasar modal.
- 3) Broker atau pialang, yaitu perantara antara pembeli dan penjual sekuritas.

Pelaku pasar modal tersebut berhubungan dengan investor. Investor merupakan orang atau lembaga baik domestik maupun asing yang menanamkan modalnya. Dalam pasar modal investor yang mengharapkan *return* saham. *Return* saham yang diharapkan oleh para pemegang saham adalah pendapatan deviden (*dividen yield*) dan *capital gain*. *Dividen yield* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan seberapa besar perusahaan membagikan deviden per tahun dibandingkan dengan harga saham. *Capital gain* merupakan keuntungan yang diterima karena selisih antara harga jual dengan harga beli dari suatu instrumen investasi.

6. Instrumen Pasar Modal

Instrumen pasar modal adalah semua surat berharga (efek). Surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal pada umumnya dibedakan

menjadi surat berharga yang bersifat hutang dan surat berharga yang bersifat kepemilikan. Menurut Guinan (2010:341), terdapat beberapa instrumen di pasar modal, yaitu :

- a. Saham (*stock*), merupakan surat bukti penyertaan modal atau bukti kepemilikan pada perusahaan.
- b. Obligasi (*bond*), merupakan sekuritas utang jangka panjang yang diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah.
- c. *Waran*, jenis surat berharga atau sekuritas yang dikenal sebagai derivatif (turunan) yang memberikan pemegang hak untuk membeli sekuritas dari penerbit waran pada harga dan rentang waktu tertentu.
- d. *Right Issue* merupakan pemberian hak pemegang saham lama untuk memesan terlebih dahulu saham emiten yang akan dijual dengan harga nominal tertentu.
- e. Opsi, merupakan sekuritas derivatif (turunan) dari saham yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk menjual atau membeli sejumlah aset finansial tertentu pada harga dan jangka waktu tertentu.

7. Efisiensi Pasar Modal

Dikatakan pasar efisien apabila semua informasi dapat diakses dengan mudah dan murah oleh semua pelaku pasar. Menurut Tandelilin (2010:219), pasar yang efisien merupakan pasar yang harga seluruh sekuritas yang diperdagangkan telah menggambarkan seluruh informasi yang tersedia. Informasi yang tersedia meliputi semua informasi di masa lalu seperti laba

perusahaan tahun lalu, atau informasi pada saat ini seperti kenaikan dividen, serta informasi yang dapat mempengaruhi pasar yang bersifat opini.

Menurut Fama (1970) dalam Tandelilin (2010:223), terdapat tiga bentuk dari pasar efisien, yaitu:

a) Efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisiensi dalam bentuk lemah menunjukkan bahwa harga yang terbentuk pada masa kini berasal dari semua informasi dari masa lalu. Informasi tersebut dapat berupa harga dan volume perdagangan. Dalam keadaan seperti ini, investor sudah tidak dapat memprediksikan harga saham di masa sekarang. Jika efisiensi dalam bentuk lemah tercapai, maka investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dengan mengkaji harga-harga sekuritas di masa lalu dan arah harga sekuritas di masa mendatang. Hal tersebut dikarenakan pergerakan harga sekuritas bersifat acak, jadi investor akan mengalami kesulitan dalam memprediksi perubahan harga di masa mendatang.

b) Efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*)

Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat menunjukkan harga saham sekarang sudah menggambarkan informasi di masa lalu ditambah dengan informasi yang sudah dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan berupa pengumuman dividen, pengumuman pemecahan saham, pengumuman merger dan akuisisi dan lain sebagainya. *Abnormal return* hanya akan terjadi di sekitaran pengumuman suatu peristiwa sebagai suatu respon dari pasar. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka

investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama hanya dengan menggunakan informasi yang dipublikasikan.

c) Efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham sekarang merupakan cerminan dari informasi di masa lalu ditambah dengan informasi baik yang dipublikasikan maupun tidak dipublikasikan. Bentuk pasar efisiensi dalam bentuk kuat ini adalah bentuk pasar efisiensi yang paling kuat. Dalam keadaan pasar seperti ini, tidak akan ada investor yang akan mendapatkan *abnormal return*.

D. Saham

Kegiatan investasi yang dilakukan investor dapat dilakukan dalam berbagai macam cara, salah satunya investasi dalam bentuk saham. Investasi dalam saham dapat dilakukan secara langsung maupun tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan cara berinvestasi dalam saham dengan menggunakan fasilitas pasar modal. Investasi tidak langsung dilakukan investor dengan cara membeli saham yang telah diterbitkan dan ditempatkan langsung kepada investor atau perusahaan investasi tertentu.

1. Definisi Saham

Saham merupakan surat berharga yang dapat dibeli atau dijual perorangan atau lembaga di pasar surat tempat tersebut diperjual-belikan (Hadi, 2013:67). Bodie, *et al.* (2008:59) menyatakan bahwa saham biasa, atau biasa disebut juga sekuritas ekuitas (*equity*), merupakan bagian kepemilikan dalam suatu perusahaan. Setiap lembar saham memberi hak

kepada pemiliknya satu suara dalam segala hal terkait tata kelola perusahaan yang digunakan dalam rapat umum pemegang saham tahunan dan untuk mendapatkan bagian manfaat keuangan perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, saham adalah instrumen keuangan yang berbentuk sekuritas, dijadikan sebagai tanda kepemilikan atas perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut, sehingga saham memiliki hak klaim atas dividen atau hal lain yang berkaitan dengan aktivitas perusahaan kepada pemegang saham. Kepemilikan saham tersebut bisa dipindah-tangankan dengan menjualnya di bursa saham.

2. Jenis-jenis Saham

Seiring dengan peningkatan kegiatan investasi, saham terbagi atas berbagai macam jenis untuk memenuhi preferensi investor. Pembagian jenis saham berdasarkan prespektif yang berbeda, yaitu:

a. Dilihat dari hak yang melekat pada saham

1) Saham biasa (*common stock*), saham yang menempatkan pemiliknya paling akhir terhadap klaim dan paling banyak digunakan untuk menarik dana dari masyarakat.

2) Saham preferen (*preferred stock*) adalah saham yang memberikan prioritas pilihan (preferen) kepada pemegangnya berupa prioritas pembayaran, dividen tetap, dividen kumulatif, *convertible preferen stock*, dan *adjustable dividend*.

b. Dilihat dari Nilai Kapitalisasi Pasar

1) Kapitalisasi Besar (*Large-Cap*)

Saham ini memiliki nilai kapitalisasi pasar yang besar (lebih dari US\$ 10 miliar), sahamnya likuid, kinerja emiten stabil dan konsisten, konsisten dalam pembagian deviden, *cashflow* positif, transparan dan profesional serta patuh terhadap berbagai peraturan perundangan yang berlaku.

2) Kapitalisasi Sedang (*Mid-Cap*)

Saham yang memiliki kapitalisasi pasar sekitar US\$ 2-10 miliar. Saham ini memiliki harga yang berfluktuatif dan rawan terhadap permainan spekulasi sehingga cocok untuk investor yang sudah berpengalaman dalam menghadapi risiko besar.

3) Kapitalisasi Kecil (*Small-Cap*)

Nilai kapitalisasi pasar dari saham ini adalah kurang dari US\$ 2 miliar. Likuiditas saham kelompok ini rendah, harganya labil dan sangat sedikit investor yang memiliki saham jenis ini.

c. Dilihat dari Tingkat Keuntungannya

1) Saham Defensif (*Defensive Stock*) adalah saham yang dimiliki industri yang menawarkan produk dan layanan yang dibutuhkan sehingga nilai saham akan tetap kuat terlepas dari keadaan ekonomi secara keseluruhan.

2) *Cyclical Stock*, saham yang terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum. Saham perusahaan dalam industry ini, mengalami penurunan laba dan cenderung kehilangan nilai pasar pada masa kesulitan ekonomi, karena orang-

orang cenderung mengurangi konsumsinya. Harga saham dapat berbalik naik dengan cepat ketika ekonomi menguat, orang-orang memiliki lebih banyak pendapatan bebas untuk dibelanjakan, dan keuntungan akan meningkat.

d. Dilihat dari Tujuannya

1) *Growth Stock*, merupakan saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi. Emiten disini bukan hanya perusahaan baru yang masih berkembang, namun termasuk perusahaan lama yang melakukan ekspansi.

2) *Value Stock*, emiten menjual saham dengan harga yang tampaknya rendah, namun investor percaya bahwa harga tersebut lebih tinggi dari sebelumnya. Hal ini terjadi karena investor mencari nilai dari industri tersebut, perusahaan yang lebih tua atau mapan cenderung tidak mendapat terlalu banyak tekanan dibanding industri baru.

(www.finra.org, 2018)

E. Risiko dan Return

1. Risiko

a. Definisi Risiko

Risiko adalah masalah utama bagi investor dalam menentukan tingkat keuntungan investasinya. “*Risk is the uncertainty that an investment will earn its expected rate of return*” (Reilly, et al., 2012:9). Risiko adalah tingkat potensi kerugian yang timbul karena perolehan hasil investasi yang diharapkan tidak sesuai dengan harapan. Risiko dalam investasi

mencerminkan besarnya penyimpangan antara tingkat imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dengan timbal hasil yang dicapai secara nyata (Halim, 2015:157). Bodie *et al.*, (2008:216) menyebutkan bahwa risiko investasi merupakan adanya lebih dari satu kemungkinan hasil. Beberapa pendapat ahli mengenai risiko mengarah pada kesimpulan bahwa risiko investasi merupakan besarnya tingkat ketidakpastian antara tingkat imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dengan imbal hasil yang sesungguhnya (*realized return*) dari investasi yang dilakukan.

b. Preferensi Investor terhadap Risiko

Investor memiliki tingkah laku yang berbeda dalam menghadapi risiko. Halim (2015:31) menyebutkan 3 jenis preferensi investor terhadap risiko, yaitu :

- 1) Investor suka terhadap risiko (*risk seeker*) merupakan investor cenderung agresif dan spekulatif dengan memilih risiko yang lebih besar.
- 2) Investor yang netral terhadap risiko (*risk neutrality*) merupakan investor akan meminta kenaikan timbal hasil untuk setiap kenaikan tingkat risiko.
- 3) Investor yang tidak suka terhadap risiko (*risk averter*) merupakan investor yang cenderung memilih investasi dengan risiko paling kecil.

Setiap preferensi membawa investor ke dalam pilihan investasi yang berbeda. Investor yang suka terhadap risiko akan memilih aset berisiko

tinggi sehingga didapatkan *return* yang tinggi pula. Investor yang tidak suka terhadap risiko cenderung memilih aset dengan risiko paling kecil. Perbedaan tingkah laku ini didasari tujuan yang sama, yaitu mendapatkan keuntungan maksimal dengan risiko seminimal mungkin.

c. Jenis-Jenis Risiko

Dalam konteks investasi, risiko dibedakan menjadi dua, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis.

- 1) Risiko sistematis (*systematic risk*) merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan hanya dengan melakukan diversifikasi karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor pasar secara keseluruhan.
- 2) Risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi karena risiko ini hanya terdapat dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Fluktuasi risiko ini besarnya berbeda-beda antara satu saham dengan saham lainnya karena setiap saham memiliki tingkat sensitivitas yang berbeda terhadap setiap perubahan pasar.

(Halim, 2015:32).

Risiko tidak sistematis dapat dikatakan sebagai risiko yang unik bagi suatu perusahaan. Risiko yang terjadi di suatu perusahaan mungkin menjadi keuntungan di perusahaan lain. Hal ini menyebabkan diversifikasi perlu dilakukan. Risiko sistematis terjadi diluar kehendak perusahaan, sehingga diversifikasi tidak dapat menghilangkan risiko ini.

Risiko yang dimiliki oleh setiap aset berisiko merupakan gabungan dari risiko sistematis dan risiko tidak sistematis.

d. Beta

Mayo (2014:159) menyatakan bahwa beta adalah ukuran dari risiko sistematis, sebuah indeks pergerakan aset individu relatif terhadap pergerakan pasar. Perhitungan beta berguna untuk membandingkan risiko sistematis yang relatif dari saham yang berbeda dan digunakan oleh investor untuk menilai besar kecilnya risiko sebuah saham. Saham dapat diurutkan berdasarkan beta. Risiko pasar dari seluruh sekuritas pada periode tertentu adalah konstan, maka mengurutkan saham berdasarkan beta sama dengan mengurutkan saham berdasarkan risiko sistematisnya. Beta dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2 M}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke- i

σ_{iM} : Kovarian *return* sekuritas ke- i dengan *return* pasar

$\sigma^2 M$: Varian *return* pasar

Rumus tersebut dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it}) \cdot (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})^2}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke- i

$\frac{R_{it}}{\bar{R}_{it}}$: *Return* sekuritas ke- i pada waktu tertentu

\bar{R}_{it} : Rata-rata *return* sekuritas ke- i pada waktu tertentu

R_{Mt} : *Return* pasar pada waktu tertentu

$\overline{R_{Mt}}$: Rata-rata *return* pasar pada waktu tertentu

2. *Return*

a. Definisi *Return*

Fahmi (2015:208) menjelaskan *return* sebagai keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukan. Tujuan utama berinvestasi adalah mendapatkan suatu hasil di masa depan yang untuk meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu. Imbal hasil yang diperoleh adalah imbalan dari investasi (Halim, 2015:25).

Return terdiri dari dua komponen, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* adalah pendapatan atau aliran kas masuk investor secara periodik. Keuntungan atau kerugian dari penjualan modal (*capital gain or loss*) merupakan kenaikan atau penurunan harga suatu surat berharga yang bisa memberikan keuntungan maupun kerugian bagi investor. (Tandelilin, 2010:102)

Yield pada saham berupa presentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. *Capital gain (loss)* merupakan selisih harga saham saat ini dengan periode sebelumnya. *Yield* dan *capital gain (loss)* akan membentuk *return* total yang dapat bernilai positif atau negatif.

b. Jenis-Jenis *Return*

Hartono (2017:283) menyebutkan terdapat dua jenis *return*, yaitu :

- 1) *Realized return* merupakan *return* yang telah terjadi. *Realized return* penting digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *expected return* dan risiko di masa yang akan datang.

2) *Expected return* adalah *return* yang diharapkan dapat diperoleh oleh investor di masa mendatang.

c. *Abnormal Return*

Abnormal Return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *expected return*. Dengan demikian, *abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya (*realized return*) dengan *expected return* (Hartono, 2017:667). *Abnormal return* dapat dihitung dengan :

1) Pengembalian Saham Sesungguhnya (*Return*)

Hartono (2017:668) menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham individu adalah tingkat pengembalian keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. Rumus yang digunakan untuk menghitung pengembalian saham individu:

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

Sumber : Hartono (2017:668)

Dimana

R_{it} :Tingkat pengembalian saham individu untuk periode tertentu.

P_t : Harga investasi sekarang.

P_{t-1} : Harga investasi periode lalu.

2) Tingkat Pengembalian Pasar

Tingkat pengembalian pasar adalah tingkat pengembalian yang didasarkan pada perkembangan indeks harga saham. Pemilihan indeks pasar tidak tergantung dari suatu teori namun tergantung dari hasil empirisnya (Hartono, 2017:428). Jika indeks pasar yang

digunakan untuk NYSE adalah *NYSE Composite Index* (NYA), maka rumus yang digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian pasar :

$$R_{M,t} = \frac{NYA_t - NYA_{t-1}}{NYA_{t-1}}$$

Sumber : Hartono (2017:428)

Dimana

$R_{M,t}$: *Market return*.

NYA_t : Nilai tolok ukur pada nilai sekarang.

NYA_{t-1} : Nilai tolok ukur pada periode sebelumnya.

3) Tingkat Pengembalian yang Diharapkan (*Expected Return*)

Expected return merupakan *return* yang harus diestimasi.

Menurut Hartono (2017:668-679) terdapat 3 jenis model dalam menghitung *expected return*, yaitu :

a) *Mean-adjusted Model*

Mean adjusted model menganggap bahwa *expected return* bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *actual return* sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*).

Mean-adjusted return dirumuskan sebagai berikut :

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t-1}^{t-2} R_{i,j}}{T}$$

Sumber : Hartono (2017:668)

Dimana,

$E[R_{i,t}]$: *expected return* sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t .

$R_{i,j}$: *expected return* sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j .

T : lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai t2.

b) *Market Model*

Perhitungan *expected return* dengan *market model* dilakukan dengan dua tahap, yaitu : (1) membentuk model ekspektasi dengan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *expected return* di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mj} + \varepsilon_{i,j}$$

Sumber : Hartono (2017:673)

Dimana,

$R_{i,j}$: *expected return* sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j .

α_i : intercept untuk sekuritas ke- i .

β_i : koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke- i .

R_{Mj} : *return* indeks pasar pada periode estimasi ke- j .

$\varepsilon_{i,j}$: kesalahan residu sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j .

c) *Market-adjusted Model*

Market-adjusted model menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang

diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. Hal ini ditunjukkan dengan persamaan berikut :

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Sumber : Hartono (2017:679)

Dimana

$E[R_{i,t}]$: *Return* ekspektasian sekuritas ke-*i* periode ke *t*.

$R_{M,t}$: *Return* pasar ke *t* yang dihitung dengan rumus $R_{M,t}$

Selanjutnya, menghitung *abnormal return* dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$RTN_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

Sumber : Hartono (2017:668)

Keterangan:

RTN_{it} : *abnormal return* sekuritas ke-*i* pada periode ke-*t*.

R_{it} : *actual return* sekuritas ke-*i* pada periode ke-*t*.

$E[R_{it}]$: *return* ekspektasian sekuritas ke-*i* periode ke-*t*.

F. *Cross-Listing*

1. Definisi *Cross-Listing*

Karolyi (dalam Peng dan Su, 2012) menjelaskan *cross-listing* merupakan pencatatan saham perusahaan pada satu atau lebih bursa asing selain bursa domestiknya. Menurutnya, terdapat lebih dari 3000 perusahaan asing melakukan *cross-listing* di lebih dari 40 bursa saham. Bursa saham yang dijadikan sebagai tujuan *cross-listing* adalah bursa saham dengan tingkat likuiditas lebih tinggi dari bursa domestiknya. Beberapa macam bursa asing yang sering dijadikan sebagai tujuan *cross-listing*, seperti *New York Stock*

Exchange (NYSE), Nasdaq, *London Stock Exchange* (LSE) dan beberapa bursa lain.

Beberapa keuntungan setelah melakukan *cross-listing* adalah memiliki perdagangan saham di lebih dari satu pasar dan mata uang. Saham yang diperdagangkan di lebih dari satu pasar akan memiliki *non-trading period* lebih pendek daripada saham yang diperdagangkan di satu bursa (Lowengrub dan Melvin, 2002). Hal ini memberi emiten likuiditas dan kemampuan yang lebih besar untuk meningkatkan modal, karena saham aktif diperdagangkan dalam jangka waktu lebih panjang dan adanya heterogenitas investor. Perdagangan saham dengan menggunakan lebih dari satu jenis mata uang juga mampu menurunkan risiko, karena *cross-listing* dilakukan pada negara tujuan yang memiliki tingkat ekonomi lebih stabil, dimana hal tersebut ditandai dengan nilai mata uang yang stabil (Peng dan Su, 2012), sehingga ketika salah satu negara mengalami guncangan ekonomi yang mempengaruhi suatu bursa, pendanaan perusahaan masih dapat dipenuhi dari bursa lain akibat *cross-listing* ini.

2. Karakteristik Perusahaan *Cross-Listing*

Karakteristik perusahaan berubah sesudah *cross-listing*. Perusahaan dituntut untuk memenuhi standar ketat yang ditetapkan oleh bursa efek negara tujuan, seperti adanya transparansi informasi, standar akuntansi lebih tinggi, perlindungan hukum untuk investor dan biaya transaksi lebih rendah. Hal ini bertujuan untuk meningkatkan kepercayaan investor karena investor merasa aman untuk menginvestasikan dananya. Adanya peningkatan

kepercayaan berdampak pada peningkatan valuasi perusahaan (Ammer *et al*, 2008).

Pagano *et al* (2002) meneliti tentang karakteristik perusahaan Eropa yang *listing* di pasar Eropa lainnya dibanding dengan *listing* di Amerika Serikat. Perusahaan Eropa yang melakukan *listing* atas sahamnya di pasar Amerika Serikat cenderung baru diprivatisasi, mengejar ekspansi yang lebih cepat, bergantung pada pasar ekspor dan memiliki teknologi industri tinggi. Perusahaan yang melakukan *cross-listing* mencari nilai pasar yang lebih baik untuk sahamnya, menjual lebih banyak jumlah lembar saham dan bergabung di pasar yang lebih likuid.

3. Keuntungan *Cross-Listing*

Lasfer (2009) menyatakan bahwa *cross-listing* adalah strategi *listing* paralel di bursa dalam negeri dan luar negeri. Perusahaan yang melakukan *cross-listing* mempunyai kebutuhan finansial yang lebih besar dari stok finansial yang mampu disediakan oleh pasar domestiknya. Keterbatasan likuiditas pasar domestik mendorong perusahaan untuk melakukan *cross-listing*, khususnya dalam bentuk *American Depository Receipts* (ADR). *Cross-listing* juga menawarkan diversifikasi, segmentasi dan pengenalan perusahaan ke dunia internasional. Berikut merupakan beberapa keuntungan setelah melakukan *cross-listing*, yaitu :

a. Pendapatan Finansial

Chouinard dan D'souza (2004:26) menyatakan bahwa meskipun beberapa manager keuangan melakukan *cross-listing* atas pertimbangan

prestise atau peningkatan visibilitas atas produknya, tujuan utama melakukan *cross-listing* adalah mengurangi biaya modal ekuitas perusahaan. Perusahaan yang pasar modal negaranya tidak sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal global akan menanggung biaya modal yang lebih tinggi karena risiko perusahaan-perusahaan ini sebagian besar ditanggung oleh investor dari negara asal. *Cross-listing* juga mengurangi hambatan investasi dan memberi efek positif kepada nilai saham perusahaan.

b. Likuiditas

Cross-listing dapat berkontribusi terhadap nilai saham dengan meningkatkan likuiditas saham. Chouinard dan D'Souza (2004:26) menjelaskan bahwa *expected return* berkorelasi positif dengan likuiditas, yang diukur dalam *bid-ask spread*. Peningkatan persaingan antar pasar dapat menurunkan *spread*. Penurunan nilai *spread* menghasilkan peningkatan likuiditas, sehingga meningkatkan nilai saham perusahaan.

c. Peningkatan Transaksi Volume Saham

Chouinard dan D'Souza (2004:7) menyatakan bahwa likuiditas akan meningkat ketika pasar domestik mempertahankan porsi yang signifikan dari volume perdagangan atas saham suatu perusahaan dan memberi kesempatan investor asing untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Perdagangan lintas negara yang memiliki aturan ketat, merupakan salah satu faktor penting yang mendorong investor tertarik

untuk melakukan investasi pada suatu saham sehingga hal ini akan berdampak pada peningkatan transaksi volume saham.

d. Mengurangi Biaya Modal

Lasfer (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan *cross-listing* dapat menjangkau investor asing yang mampu berinvestasi pada perusahaan asing maupun domestik, sehingga menurunkan risiko pasar karena adanya diversifikasi. Sebagai hasilnya, *cross-listing* menurunkan biaya modal perusahaan. Penurunan biaya modal bisa didapat dari reaksi positif pasar atau didorong oleh manfaat dari *cross-listing* seperti peningkatan likuiditas saham dan kemudahan akses terhadap informasi.

e. Segmentasi

Chouinard dan D'Souza (2004) mendefinisikan segmentasi sebagai situasi dimana aset serupa di pasar berbeda memiliki harga yang berbeda. *Cross-listing* seringkali dipilih untuk mendapatkan kesempatan segmentasi. Licht (2003:144) menyatakan bahwa di sebagian besar pasar negara berkembang sering ditemukan adanya penghambat investasi asing, salah satunya dibatasi oleh peraturan dan adanya hambatan informasi. *Cross-listing* digunakan untuk menjangkau investor asing agar lebih mudah mendapatkan saham suatu perusahaan.

f. Peningkatan Basis Pemegang Saham

Licht (2003:144) juga mengklaim bahwa *cross-listing* membawa sekuritas asing lebih dekat ke calon investor, karena meningkatkan kesadaran investor terhadap sekuritas. *Cross-listing* juga sering disebut

sebagai "*firm visibility*". Visibilitas perusahaan ini berdampak positif pada permintaan atas saham, akses perusahaan untuk aktif di pasar uang dan menjual hutang lebih mudah, akses informasi ke pasar modal lebih cepat dan akurat sehingga selanjutnya perusahaan akan dianggap sebagai perusahaan yang kredibel.

g. *Signaling effect/bonding*

Perusahaan yang berada di negara-negara dengan standar yang kurang bagus melakukan *cross-listing* pada negara tujuan dengan standar tata kelola yang lebih ketat. *Cross-listing* memberi sinyal positif yang menunjukkan bahwa suatu perusahaan memiliki kredibilitas terhadap tata kelolanya (Chouinard dan D'Souza, 2004:28).

h. *Price Discovery*

Chouinard dan D'Souza (2004:26) menyatakan bahwa keuntungan tambahan dari *cross-listing* adalah memfasilitasi proses menilai nilai saham pada awal sesi perdagangan dalam kasus perdagangan saham di pasar yang berada di zona waktu yang berbeda.

4. Teori *Cross-Listing*

Terdapat beberapa teori yang digunakan untuk menjelaskan *cross-listing*, yaitu teori segmentasi pasar, teori visibilitas dan teori likuiditas. Berikut adalah penjelasan mengenai teori-teori tersebut.

a. Teori Segmentasi Pasar

Hail dan leuz (2006) menyatakan bahwa terdapat banyak penelitian mengenai *cross-listing* yang digunakan untuk mengatasi hambatan

segmentasi pasar. Perusahaan yang pasar modal negaranya tidak sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal global akan menanggung biaya modal yang lebih tinggi karena risiko perusahaan-perusahaan ini sebagian besar ditanggung oleh investor dari negara asal. *Cross-listing* memudahkan investor asing menanamkan saham di perusahaan-perusahaan ini dan sebagai konsekuensinya, terdapat pembagian risiko.

b. Teori Visibilitas

Pada teori ini mendukung bahwa *cross-listing* meningkatkan visibilitas perusahaan. Visibilitas perusahaan ini disebabkan oleh adanya “*investor recognition*” atas saham suatu perusahaan. *Investor recognition* menurunkan tingkat hasil yang diinginkan oleh investor. Hal ini berdampak pada penurunan biaya modal. Penurunan biaya modal akan meningkatkan nilai saham perusahaan (Baker *et al*, 1999).

Hal sebaliknya diungkapkan oleh Gozzi, Levine, dan Schmukler (2008) dan juga Sarkissian dan Schill (2012). Menurut Gozzi, Levine, dan Schmukler (2008) menjelaskan bahwa perusahaan yang melakukan *cross-listing* mengalami kerugian valuasi di tahun-tahun sesudah *cross-listing*. Studi tentang Sarkissian dan Schill (2012) menunjukkan hasil yang serupa, perusahaan yang telah melakukan *cross-listing* tidak mencapai peningkatan nilai yang berkelanjutan dan hanya mendapat manfaat yang sama seperti sebelumnya.

Studi lain oleh Wang *et al* (2008), meneliti harga saham perusahaan Indonesia 250 hari sebelum dan sesudah *cross-listing*. Hasil empiris yang

disajikan oleh penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada *abnormal return* signifikan bagi perusahaan sesudah melakukan *cross-listing*. King dan Segal (2005) mempelajari manfaat jangka panjang dari *cross-listing* untuk perusahaan-perusahaan Kanada. Dampak visibilitas hilang dalam dua tahun sesudah *cross-listing*. Karolyi dan Foerster (1999) dan Mittoo (2003), menemukan bahwa valuasi perusahaan kembali ke tingkat yang sama atau di bawah tingkat *pra-listing*nya.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa walaupun penelitian terdahulu mendukung hipotesis bahwa *cross-listing* meningkatkan visibilitas perusahaan dan sebagai konsekuensinya menghasilkan valuasi perusahaan, tetapi tidak ada bukti bahwa perusahaan mengalami valuasi jangka panjang.

c. Teori Likuiditas

Amihud dan Mendelson (1986) menyatakan bahwa Amerika Serikat merupakan pasar yang sangat likuid, perusahaan yang melakukan *cross-listing* dapat menekan biaya modal. Perusahaan yang berasal dari pasar modal dengan likuiditas rendah melakukan *cross-listing* pada bursa dengan likuiditas tinggi, dimana hal ini akan menurunkan risiko dan *expected return*-nya. Ketika risiko dan *expected return* turun, maka harga saham akan naik.

G. *Suspended Company*

Cross-listing di bursa dengan undang-undang perlindungan pemegang saham yang baik dapat mengirimkan sinyal positif tentang nilai perusahaan dan

mendongkrak harga. Di Amerika Serikat, perlindungan atas pemegang saham ini diwujudkan dalam bentuk peraturan di bawah *US Securities and Exchange Commission* atau biasa disebut dengan SEC. Misi utama SEC adalah melindungi investor, mempertahankan pasar yang adil, teratur, efisien dan memfasilitasi pembentukan modal. SEC mengawasi para pelaku utama dunia sekuritas, termasuk bursa efek, pialang sekuritas dan *dealer*, penasihat investasi, dan reksa dana. Salah satu peraturan yang diatur oleh SEC yang sering terjadi di bursa saham adalah terkait *suspended company*. SEC dapat menanggukkan perdagangan saham ketika hal itu diperlukan untuk melindungi investor dan kepentingan publik. Keadaan yang menyebabkan penangguhan tersebut adalah sebagai berikut.

1. Kurangnya arus informasi yang akurat dan memadai mengenai keadaan perusahaan, misalnya pengajuan laporan secara berkala.
2. Kurangnya informasi akurat yang tersedia untuk publik, seperti siaran pers, laporan pers perusahaan, status operasional dan transaksi bisnis.
3. Kondisi perdagangan saham, seperti *insider trading*, manipulasi pasar potensial dan kemampuan untuk menyelesaikan transaksi saham.

Broker dan *dealer* tidak akan merekomendasikan investor untuk membeli atau menjual saham yang baru mengalami penangguhan sampai memenuhi persyaratan tertentu dan disetujui oleh *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) (www.sec.gov, 2018).

H. Kerangka Pemikiran

Penelitian yang dilakukan peneliti, menganalisis dampak *cross-listing* yang dilakukan antara tahun 2011-2017 di *New York Stock Exchange* (NYSE). Indeks

yang digunakan dalam penelitian ini adalah *NYSE Composite Index* (NYA). NYA dipilih karena NYA merupakan indeks gabungan nilai pasar tertimbang yang diterbitkan oleh NYSE dari semua sahamnya (Bodie, 2008:69). Reaksi atas *cross-listing* akan dianalisis dengan teknik uji beda yang diukur dengan risiko dan *abnormal return*.

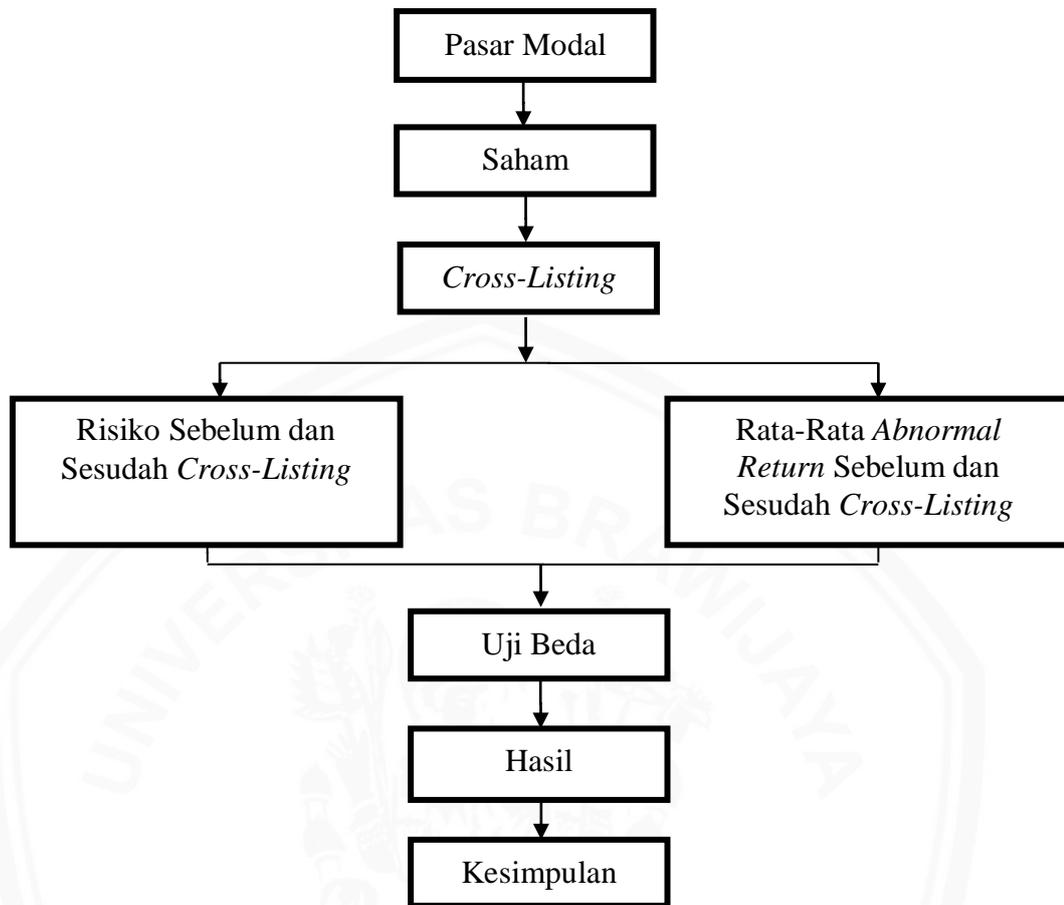
Cross-listing merupakan keputusan yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan. *Top-management* perlu mempertimbangkan apakah manfaat yang diperoleh perusahaan akan sebanding dengan beban yang dikeluarkan, selain itu, urgensi dari *cross-listing* juga perlu dipertimbangkan. Hal ini berdasar pada perbedaan pendapat diantara para ahli yang menyatakan hasil yang berbeda. Beberapa ahli seperti Jayaraman (1993), Sundaram dan Logue (1995), Lowengrub dan Melvin (2002), Koulakiotis *et al* (2010), Dodd dan Louca (2012), Bahlous (2013), Ghadab dan Hellara (2016) dan Ho *et al* (2016) mendukung bahwa *cross-listing* membawa dampak positif, namun, beberapa ahli lain seperti Karolyi dan Foerster (1999), Mitto (2003), King dan Segal (2005), Gozzi, Levin dan Schmukler (2008), Wang *et al* (2008) dan Sarkissian dan Schill (2012) menyatakan *cross-listing* membawa dampak negatif, tidak signifikan atau tidak sesuai dengan harapan.

Dampak *cross-listing* yang diukur melalui risiko dan *abnormal return* akan diteliti dalam periode 5 bulan sebelum dan 5 bulan sesudah *cross-listing*. Hal ini telah disesuaikan dengan rata-rata penelitian terdahulu yang meneliti dampak *cross-listing* dalam kisaran antara 100 hari hingga 2 tahun. Jayaraman (1993) meneliti mengenai dampak *listing* dalam bentuk *American Depository Receipts*

(*ADRs*) pada risiko dan *return*, dalam periode 150 hari sebelum sampai 150 hari sesudah *listing*. Wang *et al* (2008) meneliti harga saham perusahaan Indonesia 250 hari sebelum dan sesudah *cross-listing*. King dan Segal (2005) menyatakan dampak *cross-listing* hilang dalam 2 tahun sesudahnya.

Periode sebelum peristiwa terjadi yaitu 5 bulan sebelum *cross-listing* (disebut $t-5$, $t-4$, $t-3$, $t-2$ dan $t-1$) dilibatkan dengan tujuan sebagai dasar pembandingan, apakah terdapat perbedaan signifikan sesudah peristiwa (*cross-listing*) terjadi (disebut $t+1$, $t+2$, $t+3$, $t+4$ dan $t+5$). Perbedaan ini dinilai dengan berfokus pada peningkatan atau penurunan kinerja saham.

Pernyataan tersebut akan digambarkan dalam bentuk kerangka berpikir sehingga lebih untuk mudah dipahami. Kerangka berpikir akan menjelaskan secara teoritis hubungan antara variabel yang akan diteliti. Menurut Sugiyono (2013:88), kerangka berpikir adalah model konseptual yang menjelaskan teori hubungan dengan berbagai faktor yang teridentifikasi sebagai suatu masalah yang penting. Pada setiap penyusunan paradigma penelitian haruslah didasari pada kerangka berpikir. Berikut ini adalah gambaran dari kerangka pemikiran penelitian ini :



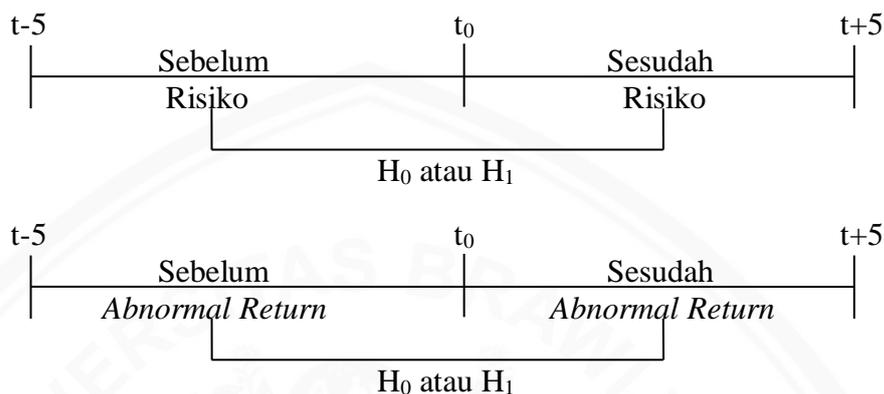
Gambar 4 Kerangka Pemikiran

Sumber: Data diolah penulis, 2018

I. Hipotesis

Perumusan hipotesis dilakukan sesudah menjelaskan tentang landasan teori dan kerangka pemikiran. Menurut Ghazali (2016), hipotesis adalah jawaban sementara atas rumusan masalah dalam penelitian, dimana rumusan masalah tersebut telah dinyatakan dalam kalimat pertanyaan. Berdasarkan teori dan tinjauan penelitian terdahulu, topik ini akan diuji dalam periode 5 bulan sebelum ($t-5$, $t-4$, $t-3$, $t-2$, $t-1$) sampai 5 bulan sesudah ($t+1$, $t+2$, $t+3$, $t+4$, $t+5$) dilakukannya *cross-listing*. t_0 merupakan bulan saat perusahaan melakukan *cross-*

listing atas sahamnya. Dalam kurun waktu tersebut akan diamati perbedaan yang timbul dari risiko dan *abnormal return*. Model hipotesis dalam penelitian ini adalah :



Gambar 5 Model Hipotesis

Sumber: Data diolah penulis, 2018

1. Risiko

H₀ : Tidak terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*.

H₁ : Terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*.

2. Abnormal Return

H₀ : Tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*.

H₁ : Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan untuk menggambarkan pengaruh *cross-listing* terhadap perusahaan melalui analisis risiko dan *abnormal return* dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif deskriptif. Penelitian deskriptif adalah teknik mengumpulkan, mengolah, menyederhanakan, menyajikan, dan menganalisa data agar dapat memberikan gambaran teratur tentang suatu peristiwa dengan observasi yang dapat dinyatakan dengan angka-angka. Menurut Nazir (2014:43), penelitian metode deskriptif adalah suatu metode dalam meneliti status sekelompok manusia, suatu objek, suatu set kondisi, suatu sistem pemikiran, ataupun suatu kelas peristiwa pada masa sekarang. Tujuan dari penelitian deskriptif adalah membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan antar fenomena yang diselidiki. Kuantitatif merupakan data penelitian berupa angka-angka dan analisis menggunakan statistik. Kuantitatif digunakan apabila masalah merupakan penyimpangan antara yang seharusnya terjadi, antara aturan dan pelaksanaan, antara teori dan praktik, antara rencana dengan pelaksanaan (Sugiyono, 2013:13).

Berdasarkan pengertian diatas, maka penelitian ini akan mengumpulkan, mengolah, menyederhanakan, menyajikan dan menganalisa risiko dan *abnormal return* sebelum dan sesudah dilakukan *cross-listing*.

B. Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada *New York Stock Exchange* (NYSE) melalui website resminya yaitu www.nyse.com dan *Yahoo Finance* melalui website resminya yaitu finance.yahoo.com. Pemilihan lokasi penelitian ini dilakukan karena tersedianya data *closing price* perusahaan yang telah go public dan melakukan *cross-listing* yang diperlukan oleh peneliti.

C. Variabel dan Pengukuran

Sugiyono (2013:59) mendefinisikan variabel penelitian sebagai suatu ciri/sifat/nilai dari orang, obyek atau kegiatan yang memiliki ragam tertentu yang dirumuskan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian disimpulkan. Adapun variabel-variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Risiko

Mayo (2014:159) menyatakan bahwa beta adalah ukuran dari risiko sistematis. Saham dapat diurutkan berdasarkan beta. Risiko pasar dari seluruh sekuritas pada periode tertentu adalah konstan, maka mengurutkan saham berdasarkan beta sama dengan mengurutkan saham berdasarkan risiko sistematisnya. Beta dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2 M}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke-*i*.

σ_{iM} : Kovarian *return* sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar.

$\sigma^2 M$: Varian *return* pasar.

Rumus tersebut dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})^2}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke- i .

R_{it} : *Return* sekuritas ke- i pada waktu tertentu.

$\overline{R_{it}}$: Rata-rata *return* sekuritas ke- i pada waktu tertentu.

R_{Mt} : *Return* pasar pada waktu tertentu.

$\overline{R_{Mt}}$: Rata-rata *return* pasar pada waktu tertentu.

2. *Abnormal Return*

Abnormal Return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *expected return*. Dengan demikian, *abnormal return* selisih antara *return* sesungguhnya (*realized return*) dengan *expected return* (Hartono, 2017:667). *Abnormal return* dihitung dengan :

1) Pengembalian Saham Sesungguhnya (*Return*)

Hartono (2017:668) menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham individu adalah tingkat pengembalian keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. Rumus yang digunakan untuk menghitung pengembalian saham individu:

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

Sumber : Hartono (2017:668)

Dimana

R_{it} :Tingkat pengembalian saham individu untuk periode tertentu.

P_t : Harga investasi sekarang.
 P_{t-1} : Harga investasi periode lalu.

2) Tingkat Pengembalian Pasar

Tingkat pengembalian pasar adalah tingkat pengembalian yang didasarkan pada perkembangan indeks harga saham. Pemilihan indeks pasar tidak tergantung dari suatu teori namun tergantung dari hasil empirisnya (Hartono, 2017:428). Jika indeks pasar yang digunakan untuk NYSE adalah *NYSE Composite Index* (NYA), maka rumus yang digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian pasar :

$$R_{M,t} = \frac{NYA_t - NYA_{t-1}}{NYA_{t-1}}$$

Sumber : Hartono (2017:428)

Dimana

$R_{M,t}$: *Market return*.

NYA_t : Nilai tolok ukur pada nilai sekarang.

NYA_{t-1} : Nilai tolok ukur pada periode sebelumnya.

1) Tingkat Pengembalian yang Diharapkan (*Expected Return*)

Expected return merupakan *return* yang harus diestimasi (Hartono, 2017:668). Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Market-adjusted Model*. *Market-adjusted model* menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi

adalah sama dengan *return* indeks pasar. Hal ini ditunjukkan dengan persamaan berikut :

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Sumber : Hartono (2017:679)

Dimana

$E[R_{i,t}]$: *Return* ekspektasian sekuritas ke-*i* periode ke *t*.

$R_{M,t}$: *Return* pasar ke *t* yang dihitung dengan rumus $R_{M,t}$.

Selanjutnya, *abnormal return* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$RTN_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

Sumber : Hartono (2017:668)

Keterangan:

RTN_{it} : *abnormal return* sekuritas ke-*i* pada periode ke-*t*.

R_{it} : *actual return* sekuritas ke-*i* pada periode ke-*t*.

$E[R_{it}]$: *return* ekspektasian sekuritas ke-*i* periode ke-*t*.

D. Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2013:115). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* dan melakukan *cross-listing* antara periode 2011-2017 dengan jumlah populasi sebanyak 55 perusahaan. Populasi ini didapat dengan :

- a. Mengeliminasi perusahaan yang tidak melakukan *listing* pada periode 2011-2017.
- b. Mengeliminasi perusahaan yang melakukan IPO di NYSE.
- c. Melakukan pencarian pada bursa efek negara asalnya.

2. Sampel

Penelitian ini menggunakan metode pengambilan sampel non-probabilitas (*non-probability sampling method*). Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Menurut Sugiyono (2013:122) *purposive sampling* digunakan untuk menentukan sampel dengan pertimbangan tertentu. Penelitian ini menetapkan beberapa kriteria dalam pengambilan sampel antara lain :

- a. Tercatat sebagai perusahaan yang *cross-listing* di *New York Stock Exchange* antara periode 2011-2017.
- b. Tidak tercatat sebagai *suspended company* sesudah melakukan *cross-listing*.
- c. Tersedia data *closing price* bulanan selama periode pengamatan yaitu 5 bulan sebelum sampai 5 bulan sesudah *cross-listing*.

Tabel 2 Penentuan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1	Tercatat sebagai perusahaan yang <i>cross-listing</i> di <i>New York Stock Exchange</i> antara periode 2011-2017.	55
2	Perusahaan yang pernah <i>suspend</i> sesudah melakukan <i>cross-listing</i> di <i>New York Stock Exchange</i> .	(3)
3	Tidak tersedia data mengenai <i>closing price</i> bulanan selama periode pengamatan yaitu 5 bulan sebelum sampai 5 bulan sesudah <i>cross-listing</i> .	(8)
	Total	44

Sumber: Data diolah penulis, 2018 (www.nyse.com)

Tabel 3 Daftar Sampel Penelitian

No	Simbol	Perusahaan	Listing Non-NYSE	Tanggal Cross- Listing	Periode	
					5 Bulan Sebelum	5 Bulan Sesudah
1	GPL	Great Panther Silver Limited K	TSX	2/8/2011	September 2010- Januari 2011	Maret 2011-Juli 2011
2	WRN	Western Copper and Gold Corp. K	TSX	2/9/2011	September 2010- Januari 2011	Maret 2011-Juli 2011
3	ASM	Avino Silver & Gold Mines Ltd.	TSX	8/2/2011	Maret 2011-Juli 2011	September 2011- Januari 2012
4	PPP	Primero Mining Corp.	TSX	8/15/2011	Maret 2011-Juli 2011	September 2011- Januari 2012
5	ELLO	Ellomay Capital Ltd.	TASE	8/22/2011	Maret 2011-Juli 2011	September 2011- Januari 2012
6	FNV	Franco-Nevada Corp.	TSX	9/8/2011	April 2011-Agustus 2011	Oktober 2011-Februari 2012
7	FSM	Fortuna Silver Mines Inc.	TSX	9/19/2011	April 2011-Agustus 2011	Oktober 2011-Februari 2012
8	GZT	Gazit-Globe Ltd.	TASE	12/14/2011	Juli 2011-November 2011	Januari 2012-Mei 2012
9	DRD	DRDGOLD Limited	JSE	12/30/2011	Juli 2011-November 2011	Januari 2012-Mei 2012
10	PVG	Pretium Resources Inc.	TSX	1/12/2012	Agustus 2011- Desember 2011	Februari 2012-Juni 2012
11	JE	Just Energy Group Invc.	TSX	1/30/2012	Agustus 2011- Desember 2011	Februari 2012-Juni 2012

Lanjutan Tabel 3 Daftar Sampel Penelitian

No	Simbol	Perusahaan	Listing Non-NYSE	Tanggal Cross-Listing	Periode	
					5 Bulan Sebelum	5 Bulan Sesudah
12	BBDO	Banco Bradesco S.A.	BVMF	3/13/2012	Oktober 2011-Februari 2012	April 2012-Agustus 2012
13	PBA	Pembina Pipeline Corporation	TSX	4/2/2012	November 2011-Maret 2012	Mei 2012-September 2012
14	TAHO	Tahoe Resources Inc.	TSX	5/8/2012	Desember 2011-April 2012	Juni 2012-Oktober 2012
15	TEVA	Teva Pharmaceutical Industries Limited	TASE	5/30/2012	Desember 2011-April 2012	Juni 2012-Oktober 2012
16	GSV	Gold Standard Ventures Corp. K	TSX	6/12/2012	Januari 2012-Mei 2012	Juli 2012-November 2012
17	SAND	Sandstorm Gold Ltd.K	TSX	8/20/2012	Maret 2012-Juli 2012	September 2012-Januari 2013
18	BXE	Bellatrix Exploration Ltd.K	TSX	9/24/2012	April 2012-Agustus 2012	Oktober 2012-Februari 2013
19	INFY	Infosys Limited	NSE	12/12/2012	Juli 2012-November 2012	Januari 2013-Mei 2013
20	AGI	Alamos Gold Inc.	TSX	2/13/2013	September 2012-Januari 2013	Maret 2013-Juli 2013
21	VET	Vermilion Energy Inc.	TSX	3/12/2013	Oktober 2012-Februari 2013	April 2013-September 2013
22	BTG	B2Gold Corp.	TSX	6/6/2013	Januari 2013-Mei 2013	Juli 2013-November 2013

Lanjutan Tabel 3 Daftar Sampel Penelitian

No	Simbol	Perusahaan	Listing Non-NYSE	Tanggal Cross-Listing	Periode	
					5 Bulan Sebelum	5 Bulan Sesudah
23	BEP	Brookfield Renewable Energy Partners L.P.	TSX	6/11/2013	Januari 2013-Mei 2013	Juli 2013-November 2013
24	CANF	Can-Fite BioPharma Ltd. K	TASE	11/19/2013	Juni 2013-Oktober 2013	Desember 2013-April 2014
25	UUUU	Energy Fuels Inc.K	TSX	12/4/2013	Juli 2013-November 2013	Januari 2014-Mei 2014
26	CPG	Crescent Point Energy Corp.	TSX	1/22/2014	Agustus 2013-Desember 2013	Februari 2014-Juni 2014
27	FCAU	Fiat Chrysler Automobiles N.V.	Borsa Italiana	10/13/2014	Mei 2014-September 2014	November 2014-Maret 2015
28	KIQ	Kelso Technologies Inc.	TSX	10/14/2014	Mei 2014-September 2014	November 2014-Maret 2015
29	CRHM	CRH Medical Corporation	TSX	9/3/2015	April 2015-Agustus 2015	Oktober 2016-Februari 2016
30	OSB	Norbord Inc.	TSX	2/19/2016	September 2015-Januari 2016	Maret 2016-Juli 2016
31	OR	Osisko Gold Royalties Ltd	TSX	7/6/2016	Februari 2016-Juni 2016	Agustus 2016-Desember 2016
32	LN	LINE Corp. Sponsored ADR	TSE	7/14/2016	Februari 2016-Juni 2016	Agustus 2016-Desember 2016
33	FTS	Fortis Inc.	TSX	10/14/2016	Mei 2016-September 2016	November 2016-Maret 2017

Lanjutan Tabel 3 Daftar Sampel Penelitian

No	Simbol	Perusahaan	Listing Non-NYSE	Tanggal Cross-Listing	Periode	
					5 Bulan Sebelum	5 Bulan Sesudah
34	AQN	Algonquin Power & Utilities Corp.	TSX	11/29/2016	Juni 2016-Oktober 2016	Desember 2016-April 2017
35	AMOV	América Móvil SAB de CV Sponsored ADR Class A	BMV	12/13/2016	Juli 2016-November 2016	Januari 2017-Mei 2017
36	USAS	Americas Silver Corporation	TSX	1/19/2017	Agustus 2016-Desember 2016	Februari 2017-Juni 2017
37	SVM	Silvercorp Metals Inc.	TSX	5/15/2017	Desember 2016-April 2017	Juni 2017-Oktober 2017
38	ALO	Alio Gold Inc.	TSX	5/16/2017	Desember 2016-April 2017	Juni 2017-Oktober 2017
39	NXE	NexGen Energy Ltd.	TSX	5/17/2017	Desember 2016-April 2017	Juni 2017-Oktober 2017
40	SMTS	Sierra Metals Inc.	TSX	7/11/2017	Februari 2017-Juni 2017	Agustus 2017-Desember 2017
41	AUG	Auryn Resources Inc.	TSX	7/17/2017	Februari 2017-Juni 2017	Agustus 2017-Desember 2017
42	CMCL	Caledonia Mining Corporation	TSX	7/27/2017	Februari 2017-Juni 2017	Agustus 2017-Desember 2017
43	KL	Kirkland Lake Gold Ltd.	TSX	8/16/2017	Maret 2017-Juli 2017	September 2017-Januari 2018
44	BB	Blackberry Limited	TSX	10/16/2017	Mei 2017-September 2017	November 2017-Maret 2018

Sumber: Data diolah penulis, 2018 (www.nyse.com)

E. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data merupakan langkah yang penting untuk memudahkan peneliti dalam mengolah dan menganalisa data yang nantinya dapat digunakan untuk menjawab rumusan masalah. Teknik yang digunakan dalam pengumpulan data penelitian ini adalah dokumentasi, yaitu merupakan metode pengumpulan data untuk mencari data yang diperlukan. Data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data yang dikumpulkan dengan cara menelusuri data historis perusahaan. Data dalam penelitian ini diperoleh dari *website New York Stock Exchange* dan *Yahoo Finance*.

F. Teknik Analisis Data

Pada penelitian ini teknik analisis data yang digunakan adalah teknik uji beda. Pengujian hipotesis dengan uji beda menggunakan program *Statistical Package for Social Science* (SPSS) versi 23.0 yaitu *Paired Sample T-test* dan *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Tahap-tahap yang dilakukan untuk melakukan uji beda adalah sebagai berikut.

1. Uji Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan statistik yang digunakan untuk menguraikan data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah dikumpulkan tanpa membuat kesimpulan secara umum (Sugiyono 2013:206). Gambaran dari data telah dikumpulkan dapat dilihat melalui nilai rata-rata dan standar deviasi. Berdasarkan analisis statistik deskriptif dapat diketahui penjabaran dari masing-masing variabel secara individu :

- a) Mengumpulkan data *closing price* bulanan selama periode ditentukan, yaitu 5 bulan sebelum dan 5 bulan sesudah *cross-listing*.
- b) Menghitung risiko. Risiko diukur dengan koefisien beta. Mayo (2014:159) menyatakan bahwa beta adalah ukuran dari risiko sistematis, sebuah indeks pergerakan aset individu relatif terhadap pergerakan pasar. Beta dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2 M}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke-*i*.

σ_{iM} : Kovarian *return* sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar.

$\sigma^2 M$: Varian *return* pasar.

Rumus tersebut dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})^2}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke-*i*.

R_{it} : *Return* sekuritas ke-*i* pada waktu tertentu.

$\overline{R_{it}}$: Rata-rata *return* sekuritas ke-*i* pada waktu tertentu.

R_{Mt} : *Return* pasar pada waktu tertentu.

$\overline{R_{Mt}}$: Rata-rata *return* pasar pada waktu tertentu.

- c) Menghitung risiko setiap saham sepanjang periode pengamatan sebelum (t-5 sampai t-1) dan sesudah (t+1 sampai t+5) *cross-listing*.
- d) Menghitung *Abnormal Return*. *Abnormal return* selisih antara *return* sesungguhnya (*realized return*) dengan *expected return* (Hartono, 2017:667). *Abnormal return* dihitung dengan :

1) Pengembalian Saham Sesungguhnya (*Return*)

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

Sumber : Hartono (2017:668)

Dimana

R_{it} :Tingkat pengembalian saham individu untuk periode tertentu.

P_t : Harga investasi sekarang.

P_{t-1} : Harga investasi periode lalu.

2) Tingkat Pengembalian Pasar

$$R_{M,t} = \frac{NYA_t - NYA_{t-1}}{NYA_{t-1}}$$

Sumber : Hartono (2017:428)

Dimana

$R_{M,t}$: *Market return*.

NYA_t : Nilai tolok ukur pada nilai sekarang.

NYA_{t-1} : Nilai tolok ukur pada periode sebelumnya.

1) Tingkat Pengembalian yang Diharapkan (*Expected Return*)

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Sumber : Hartono (2017:679)

Dimana

$E[R_{i,t}]$: *Return* ekspektasian sekuritas ke- i periode ke t .

$R_{M,t}$: *Return* pasar ke t yang dihitung dengan rumus $R_{M,t}$.

Selanjutnya, *abnormal return* dihitung dengan :

$$RTN_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

Sumber : Hartono (2017:668)

Keterangan:

RTN_{it} : *abnormal return* sekuritas ke- i pada periode ke- t .

Paired Sample T-test digunakan untuk menguji dua sample berpasangan yang memiliki rata-rata yang berbeda (Lupiyoadi & Ikhsan, 2015:128). Jika data tidak terdistribusi secara normal, maka menggunakan alat uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

- a) Jika probabilitas $< 0,05$ maka data terdistribusi tidak normal
- b) Jika probabilitas $> 0,05$ maka data terdistribusi normal

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis rata-rata risiko dan rata-rata *abnormal return* menggunakan uji beda (*t-test*). Menurut Lupiyoadi dan Ikhsan (2015: 122) terdapat 3 pilihan melakukan uji beda t yaitu *One Sample T-test*, *Independent Sample T-test* dan *Paired Sample T-test*. Penelitian ini menggunakan *Paired Sample T-test*. *Paired Sample T-test* digunakan untuk menguji dua sample berpasangan yang memiliki rata-rata yang berbeda (Lupiyoadi & Ikhsan, 2015:128). Perhitungan dilakukan menggunakan program *Statistical Package for Social Science (SPSS) 23.0*.

- a. Jika data terdistribusi secara normal, maka pengujian hipotesis yang digunakan adalah uji *Paired Sample T-test*.

Tahap-tahap dalam pengujian ini yaitu:

- 1) Menentukan *level of significance* (α) yaitu sebesar 5% atau 0,05.
- 2) Menentukan Hipotesis

- a. Risiko

H_0 : Tidak terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*

H_1 : Terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*

b. *Abnormal Return*

H_0 : Tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*

H_1 : Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*

Penarikan kesimpulan dari pengujian tersebut berdasarkan pada:

- 1) Jika nilai signifikansi $> \alpha = 0,05$, maka H_0 diterima, H_1 ditolak
- 2) Jika nilai signifikansi $< \alpha = 0,05$, maka H_0 ditolak, H_1 diterima

b. Jika data tidak terdistribusi secara normal, maka pengujian hipotesis menggunakan uji peringkat *Wilcoxon (Wilcoxon Signed Rank Test)*.

Tahap-tahap dalam pengujian ini yaitu:

- 1) Menentukan *level of significance* (α) yaitu sebesar 5% atau 0,05.
- 2) Membandingkan probabilitas (ρ) sama dengan $\alpha = 5\%$

Penarikan kesimpulan dari pengujian tersebut berdasarkan pada:

- 1) Jika nilai probabilitas (ρ) $< 0,05$ maka H_0 ditolak
- 2) Jika nilai probabilitas (ρ) $> 0,05$ maka H_0 diterima

BAB IV

PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum *New York Stock Exchange* (NYSE)

New York Stock Exchange (NYSE) adalah salah satu bursa efek di Amerika yang terletak di 11 Wall Street, Lower Manhattan, New York City, New York. NYSE merupakan bursa efek terbesar di dunia dengan nilai kapitalisasi pasar mencapai US\$ 21,3 milyar per Juni 2017. NYSE berawal dari pertemuan 24 pialang saham pada tahun 1792 di bawah pohon buttonwood yang saat ini disebut Wall Street di New York City. NYSE secara resmi dibentuk pada tahun 1817. Struktur kepemilikan NYSE mengalami perubahan di tahun 2006, NYSE bergabung dengan Archipelago Holdings untuk membentuk NYSE Group, Inc. Pada tahun 2007 NYSE melakukan merger dengan Euronext N.V., sekelompok bursa efek Eropa, menciptakan sebuah perusahaan induk NYSE Euronext. Tahun 2008 NYSE Euronext mengakuisisi *American Stock Exchange* yang selanjutnya disebut dengan *NYSE AMEX Equities*. Empat tahun kemudian NYSE Euronext diakuisisi oleh Intercontinental Exchange, sebuah perusahaan Amerika yang bergerak di bidang *business service, financial service, financial market* dan teknologi, yang menjual Euronext tetapi mempertahankan kepemilikan NYSE. Pada 2017, NYSE mengakuisisi Bursa Saham Nasional, yang berbasis di negara bagian New Jersey.

Instrumen yang diperjual belikan di NYSE seperti ekuitas (saham biasa, saham preferen, ADR, *right*, waran), *exchange traded products* (*exchange trade funds, exchange trade notes, exchange trade vehicles*), dan obligasi. Salah satu hal

yang paling unik di NYSE adalah adanya dering lonceng, yang menandakan dibuka atau ditutupnya perdagangan hari itu. Dering lonceng ini adalah tradisi yang masih dilakukan, dengan tujuan memastikan perdagangan tidak terjadi sebelum pembukaan atau sesudah penutupan.

B. Perusahaan Sampel

1. Great Panther Silver Limited K

Great Panther Silver Limited K (GPL) adalah perusahaan pertambangan perak, produsen logam mulia dan eksplorasi yang berdiri pada 1965. GPL memiliki *headoffice* di Vancouver, Kanada. GPL terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol GPR dan NYSE dengan simbol GPL. Aktivitas utama Great Panther adalah penambangan logam mulia yang beroperasi di Mexico : Guanajoato Mine Complex dan Tapia Mine. Pada 2017, GPL berhasil mengakuisisi Coricancha di Peru. Nilai kapitalisasi pasar globalnya US\$190 juta per November 2017.

2. Western Copper and Gold Corp. K

Western Copper and Gold Corp. K (WRN) merupakan perusahaan yang mengembangkan *Casino project* dalam tambang emas-tembaga premier Kanada. WRN didirikan pada 1984. WRN memiliki *headoffice* di Vancouver, Kanada. WRN mulai diperdagangkan di *Toronto Stock Exchange* (TSX) tahun 2006 dan NYSE tahun 2011 dengan simbol WRN. WRN memiliki sumber daya dan cadangan emas, tembaga, dan molibdenum yang signifikan dalam Proyek Kasino yang berlokasi di Yukon, Kanada. Kasino berisi 8,9 juta ons emas, 4,5 miliar pon tembaga, 483 juta pon

molibdenum, dan 65 juta ons perak. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$87 juta per November 2017.

3. Avino Silver & Gold Mines Ltd.

Avino Silver & Gold Mines Ltd (ASM) mengoperasikan dua tambang di Meksiko dibawah pengembangan British-Columbia. ASM didirikan pada 1968. ASM memiliki *headoffice* di Vancouver, Kanada. ASM terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol ASM. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$57 juta per November 2017.

4. Primero Mining Corp.

Primero Mining Corp. (PPP) adalah produsen logam mulia yang berbasis di Kanada yang memiliki 100% tambang emas-perak San Dimas. PPP berfokus untuk menjadi produsen emas menengah terkemuka dengan membangun portofolio aset logam mulia berkualitas tinggi dengan biaya rendah di Amerika. PPP didirikan pada tahun 2007, melakukan listing di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol MLA pada 2007 dan NYSE dengan simbol PPP pada 2011. PPP memiliki *headoffice* di Toronto, Ontario. Nilai kapitalisasi pasar mencapai US\$14 juta per November 2017.

5. Ellomay Capital Ltd.

Ellomay (ELLO) merupakan perusahaan publik Israel yang beroperasi di sektor energi dan infrastruktur termasuk *renewable energy* dan *clean energy*. ELLO memiliki *corporate office* di Tel Aviv, Israel. Perusahaan ini didirikan pada 2009, melakukan listing di *Tel Aviv Stock Exchange* (TASE)

dan NYSE dengan simbol ELLO. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$88 juta per November 2017.

6. Franco-Nevada Corp.

Franco-Nevada Corporation (FNV) adalah perusahaan royalti dan streaming emas terkemuka dengan portofolio aset terbesar dan paling terdiversifikasi. Model bisnisnya memberikan investor harga emas dan pilihan eksplorasi dengan risiko operasi yang lebih sedikit. FNV tidak memiliki hutang dan menggunakan arus kas bebasnya untuk memperluas portofolionya dan membayar dividen. FNV adalah investasi emas yang berhasil. FNV didirikan pada 1985. Pada 2007 dengan *corporate office* di Toronto, Ontario, FNV melakukan listing di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE pada 2011 dengan simbol FNV. Nilai kapitalisasi pasar global mencapai US\$15.072 juta per November 2017.

7. Fortuna Silver Mines Inc.

Fortuna Silver Mines (FSM) adalah produsen logam mulia yang berkembang pesat, mengoperasikan dua tambang berbiaya rendah di Peru dan Meksiko. Didirikan pada tahun 2005, perusahaan ini berfokus pada perolehan proyek eksplorasi logam mulia dan memproduksi tambang di Amerika Latin. Manajemen telah membangun reputasi sebagai pembangun dan operator tambang yang efisien dengan menggerakkan keunggulan operasional dan pertumbuhan organik sejak pembentukan perusahaan. FSM secara finansial stabil dan tidak melakukan pembatasan nilai produksi perak atau emasnya. Saham perusahaan mulai diperdagangkan di *New York*

Stock Exchange (NYSE: FSM) pada 2011 dan *Toronto Stock Exchange* (TSX: FVI) pada 2010. *Corporate Office* FSM terletak di Canada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$610 juta per November 2017.

8. Gazit-Globe Ltd.

Gazit Globe (GZT) adalah perusahaan *real-estate* global terkemuka yang berfokus pada kepemilikan, pengelolaan, dan pengembangan properti penggunaan ritel dan campuran di pasar perkotaan besar di Amerika Utara, Brasil, Israel, Eropa Utara, Tengah dan Timur. GZT memiliki *headquarter* yang terletak di Tel Aviv, Israel. Saham GZT terdaftar di *Tel Aviv Stock Exchange*. (TASE), Bursa Efek New York (NYSE), dan *Bursa Efek Toronto* (TSX), di bawah simbol GZT. Nilai kapitalisasi pasar global mencapai US\$2.006 juta per November 2017.

9. DRDGOLD Limited

DRDGOLD Limited (DRD) adalah produsen emas Afrika Selatan dan pemimpin dunia dalam pemulihan logam dari pemudaran permukaan tailing. DRDGOLD memiliki jaringan aset yang tidak ada bandingannya di Afrika Selatan dan bisnis terkonsolidasinya beroperasi sebagai entitas tunggal, difokuskan pada pengoptimalan aset-aset untuk meningkatkan produksi emas. DRDGOLD mempunyai *headquarter* di Johannesburg, tercatat di *Johannesburg Stock Exchange* (JSE) dan NYSE. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$145 juta per November 2017.

10. Pretium Resources Inc.

Pretium (PVG) menciptakan nilai melalui emas dengan meningkatkan produksi Tambang Brucejack 100%. Tambang Brucejack adalah tambang bawah tanah emas tingkat tinggi 2,700 ton per hari yang terletak di barat laut British Columbia, sekitar 65 kilometer sebelah utara Stewart. Pretium melakukan listing di *Toronto Stock Exchange* (TSX) pada 2010 dan NYSE pada 2012 dengan simbol PVG. PVG memiliki *headquarter* yang terletak di Vancouver, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$1.947 juta per November 2017.

11. Just Energy Group Inc.

Just Energy (JE) adalah ritel penyedia energi terkemuka yang mengkhususkan diri dalam komoditas listrik dan gas alam, solusi efisiensi energi, dan opsi energi terbarukan. Didirikan pada 1997, dengan kantor yang berlokasi di Amerika Serikat, Kanada, Inggris, dan Jerman, Just Energy melayani sekitar dua juta pelanggan perumahan dan komersial dengan berbagai solusi energi yang memberikan kenyamanan, kemudahan, dan kontrol. Just Energy Group Inc. adalah perusahaan induk dari Amigo Energy, Green Star Energy, Hudson Energy, Energi Surya, Energi Tara dan TerraPass. Saham Just Energy diperdagangkan di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol JE. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$634 juta per November 2017.

12. Banco Bradesco S.A.

Banco Bradesco S.A. (BBDO) adalah salah satu bank sektor swasta terbesar di Brasil. BBDO menawarkan berbagai macam produk dan layanan perbankan dan keuangan baik domestik maupun luar negeri. Operasinya diatur dalam dua segmen utama: layanan perbankan, dan layanan asuransi serta pensiun swasta dan rencana tabungan. BBDO *headquarter* terletak di Osasco, Sao Paulo, Brazil. Saham BBDO terdaftar di BM&F Bovespa, NYSE dan *Madrid Stock Exchange*.

13. Pembina Pipeline Corporation

Pembina Pipeline Corp. (PBA) adalah perusahaan penyedia transportasi menengah yang melayani industri energi Amerika Utara selama lebih dari 60 tahun. PBA didirikan pada 1954. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol PPL tahun 2010 dan NYSE dengan simbol PBA tahun 2012. *Headquarter* PBA terletak di Calgary, Alberta, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya US\$17.516 juta per November 2017.

14. Tahoe Resources Inc.

Taho Resources Inc (TAHO) adalah perusahaan yang dipimpin oleh para profesional pertambangan berpengalaman yang berdedikasi pada produksi logam mulia yang bertanggung jawab di Amerika. TAHO didirikan pada 2009. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol THO tahun 2010 dan NYSE dengan simbol TAHO tahun 2012. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$1.371 juta per November 2017.

15. Teva Pharmaceutical Industries Limited

Teva Pharmaceutical Industries Ltd (TEVA) adalah perusahaan yang berfokus pada peningkatan *healthcare* dunia. Perusahaan ini didirikan pada 1901. Sahamnya terdaftar di *Tel Aviv Stock Exchange* (TASE) dengan simbol TEVA tahun 1951 dan NYSE dengan simbol TEVA tahun 2012. *Headquarter* TEVA terletak di Israel. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$15.033 juta per November 2017.

16. Gold Standard Ventures Corp. K

Gold Standard Ventures Corp (GSV) adalah tahap lanjutan, perusahaan eksplorasi emas yang berfokus pada skala distrik, penemuan emas di Nevada. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol GSV. *Headquarter* GSV terletak di Vancouver, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$294 juta per November 2017.

17. Sandstorm Gold Ltd.K

Sandstorm Gold Ltd. (SAND) adalah perusahaan yang memberikan pembiayaan kepada perusahaan emas melalui aliran emas dan royalty. SAND memberikan pembiayaan dimuka dengan imbalan pembelian presentase emas yang dihasilkan dan pendapatan atas hasil tambang. SAND didirikan pada 2009. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol SSL dan NYSE dengan simbol SAND. *Headquarter* SAND terletak di Vancouver, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$656 juta per November 2017.

18. Bellatrix Exploration Ltd.K

Bellatrix Exploration Ltd. (BXE) adalah produsen energi menengah yang fokus pada eksplorasi dan pengembangan minyak ringan dan gas alam di Basin Sedimen Kanada Barat. Fokus perusahaan saat ini adalah mengembangkan dua sumber daya inti yaitu Spirit River dan formasi Cardium di Kanada Barat. BXE didirikan pada 1954. Sahamnya terdaftar di Toronto Stock Exchange (TSX) dan NYSE dengan symbol BXE. *Headquarter* BXE terletak di Calgary, Alberta, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$89 juta per November 2017.

19. Infosys Limited

Infosys Limited (INFY) adalah perusahaan multinasional India yang menyediakan konsultasi bisnis, teknologi informasi, dan jasa *outsourcing*. INFY didirikan pada 1981. Sahamnya terdaftar di *National Stock Exchange of India* (NSE) tahun 1993 dan NYSE tahun 2012 dengan simbol INFY. *Headquarter* INFY terletak di Bangalore, India. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$35.741 juta per November 2017.

20. Alamos Gold Inc.

Alamos Gold Inc. (AGI) adalah produsen emas menengah yang berbasis di Kanada dengan produksi beragam dari empat tambang yang beroperasi di Amerika Utara, termasuk tambang Young-Davidson dan Island Gold di utara Ontario, Kanada dan tambang Mulatos dan El Chanate di Sonora State, Meksiko. Perusahaan memiliki portofolio proyek tahap pengembangan yang signifikan di Kanada, Meksiko, Turki, dan Amerika

Serikat. Saham perusahaan diperdagangkan di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol AGI. Nilai kapitalisasi pasar global mencapai US\$1.686 juta per November 2017.

21. Vermilion Energy Inc.

Vermilion (VET) adalah produsen energi internasional yang berusaha menciptakan nilai melalui akuisisi, eksplorasi, pengembangan dan optimalisasi properti produksi di Amerika Utara, Eropa dan Australia. VET didirikan pada tahun 1994. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) pada 1996 dan NYSE pada 2013. *Headquarter* VET terletak di Calgary, Alberta, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$4.110 juta per November 2017.

22. Brookfield Renewable Energy Partners L.P.

Brookfield Renewable Energy Partners L.P. (BEP) adalah perusahaan yang berfokus pada investasi aset jangka panjang, *real-estate*, infrastruktur, *renewable energy* dan ekuitas. BEP didirikan pada 1899. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol BEP.UN tahun 1912 dan NYSE dengan simbol BEP tahun 2013. Nilai kapitalisasi pasar global mencapai US\$5.506 juta per November 2017.

23. B2Gold Corp.

B2Gold Corp (BTG) adalah produsen emas senior baru di dunia. Didirikan pada tahun 2007, saat ini, BTG memiliki lima tambang emas operasi dan berbagai proyek eksplorasi dan pengembangan di berbagai negara termasuk Nikaragua, Filipina, Namibia, Mali, Burkina Faso,

Kolombia dan Finlandia. Berkantor pusat di Vancouver, Kanada,. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol BTO dan NYSE dengan simbol BTG. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$2.386 juta per November 2017.

24. Can-Fite BioPharma Ltd. K

Can-Fite BioPharma Ltd (CANF) adalah sebuah perusahaan biofarmasi dengan penemuan farmasi terintegrasi dan kemampuan pengembangan klinis. Perusahaan ini memiliki pipeline canggih senyawa proprietary di fase 2 dan 3 tahap pengembangan klinis, yang membahas penyakit-penyakit autoimun-inflamasi dan kanker. Sahamnya terdaftar di *Tel Aviv Stock Exchange* (TASE) dengan simbol CFBI dan NYSE dengan simbol CANF. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$24 juta per November 2017.

25. Energy Fuels Inc.K

Energy Fuels Inc (UUUU) adalah produsen uranium terintegrasi yang berbasis di AS, bahan bakar untuk energi nuklir bebas emisi dan bebas karbon. Energy Fuels juga merupakan produsen potensial vanadium, sebagai produk bersama dengan uranium di beberapa tambangnya. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol EFR dan NYSE dengan simbol UUUU. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$101 juta per November 2017.

26. Crescent Point Energy Corp.

Crescent Point Energy (CPG) adalah salah satu produsen minyak ringan dan menengah terbesar di Kanada, yang berbasis di Calgary, Alberta.

Berfokus untuk mengembangkan basis sumber daya di Lembah Sungai Williston, Saskatchewan Barat Daya dan Lembah Uinta di Utah. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol CPG.TO tahun 2001 dan NYSE dengan simbol CPG tahun 2014. Nilai kapitalisasi pasar global mencapai US\$3.979 juta per November 2017.

27. Fiat Chrysler Automobiles N.V.

Fiat Chrysler Automobiles (FCAU) adalah perusahaan yang mendesain, berperan sebagai insinyur, memproduksi dan menjual kendaraan, komponen dan layanan terkait komponen dan sistem produksi di seluruh dunia melalui 159 fasilitas manufaktur, 87 pusat R & D, dealer dan distributor di lebih dari 140 negara. Sahamnya terdaftar di bursa italia dengan simbol FCA dan NYSE dengan simbol FCAU. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$26.128 juta per November 2017.

28. Kelso Technologies Inc.

Kelso Technologies (KIQ) adalah perusahaan pengembangan produk yang mengkhususkan diri dalam rekayasa dan produksi peralatan layanan transportasi. KIQ didirikan pada 1987. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol KLS dan NYSE dengan simbol KIQ. *Headquarter* PBA terletak di Surrey, British Columbia, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$15 juta per November 2017.

29. CRH Medical Corporation

CRH Medical Corporation (CRHM) adalah perusahaan yang bergerak pada produk dan layanan perawatan kesehatan komersial yang berkembang

dan bermitra dengan dokter untuk menciptakan hubungan dan memastikan pengalaman prosedural yang unggul. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol CRH.TO dan NYSE dengan simbol CRHM. *Headquarter* CRHM terletak di Vancouver, British Columbia, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$136 juta per November 2017.

30. Norbord Inc.

Norbord Inc. (OSB) adalah produsen panel berbasis kayu dengan aset US\$1,6 miliar. OSB memiliki 17 lokasi pabrik di Amerika Serikat, Eropa dan Kanada. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) tahun 1987 dan NYSE tahun 2016 dengan symbol OSB. *Headquarter* OSB terletak di Toronto, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$2.995 juta per November 2017.

31. Osisko Gold Royalties Ltd

Osisko Gold Royalty Ltd (OR) adalah perusahaan royalti logam mulia menengah yang berfokus di Amerika. Mengikuti transaksi Orion, Osisko kini memegang portofolio terfokus di Amerika Utara dengan jumlah lebih dari 130 royalti, aliran dan offtake logam mulia. Kantor pusat Osisko terletak di Montréal, Québec, Kanada. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol OR. Nilai kapitalisasi pasar global mencapai US\$1.858 juta per November 2017.

32. LINE Corp. Sponsored ADR

LINE Corporation (LN) berbasis di Jepang. LINE Corporation berganti nama dari NHN Japan Corporation pada tanggal 1 April 2013, dan mengoperasikan bisnis LINE, NAVER matome, dan livedoor layanan web. Sejak meluncurkan LINE pada Juni 2011, LINE Corporation telah menempatkan inti bisnisnya pada layanan dan secara aktif mendorong perluasan layanan lebih lanjut dalam skala global, serta mempercepat pengembangan LINE sebagai platform. Sahamnya terdaftar di *Tokyo Stock Exchange* (TSE) dan NYSE dengan simbol LN. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$9.440 juta per November 2017.

33. Fortis Inc.

Fortis Inc. (FTS) berawal dari pembentukan St. John's Electric Light pada 1885 di provinsi yang sekarang dikenal sebagai Newfoundland and Labrador. Perusahaan itu akhirnya menjadi Newfoundland Light & Power Co. Limited yang menjadi anak perusahaan pertama Fortis Inc. Fortis didirikan sebagai perusahaan induk pada tahun 1987 dengan misi untuk memperluas dan melakukan diversifikasi. Saat ini, Fortis adalah pemimpin dalam industri utilitas Amerika Utara dengan aset sekitar \$48 miliar dan pendapatan 2017 sebesar \$8,3 miliar. Melayani pelanggan utilitas di lima provinsi di Kanada, sembilan negara bagian AS dan tiga negara Karibia. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol FTS. *Headquarter* FTS terletak di St. John's, Newfoundland and

Labrador, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$1.858 juta per November 2017.

34. Algonquin Power & Utilities Corp.

Algonquin Power & Utilities Corp (AQN) adalah generasi terdiversifikasi, transmisi dan distribusi utilitas Amerika Utara dengan total aset \$10 miliar. AQN memberikan pertumbuhan yang berkesinambungan melalui perluasan jaringan proyek pengembangan energi terbarukan, pertumbuhan organik dalam laju yang mengatur generasi, distribusi dan bisnis transmisi, dan mengejar akuisisi akresi. Sahamnya diperdagangkan di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol AQN, AQN.PR.A, dan AQN.PR.D dan NYSE dengan simbol AQN. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$3.004 juta per November 2017.

35. América Móvil SAB de CV Sponsored ADR Class A

América Móvil (AMOV) adalah penyedia layanan telekomunikasi terpadu terkemuka di Amerika Latin. Pada tahun 2017, perusahaan memiliki 363,1 juta jalur akses, termasuk 280,4 juta pelanggan nirkabel, 33,1 juta sambungan telepon rumah, 27,9 juta akses broadband dan 21,7 juta unit TV Berbayar. Di Amerika Latin, América Móvil beroperasi di bawah merek: Telmex, Telcel, dan Claro. Sahamnya terdaftar di Bolsa Mexicana de Valores (BMV) dengan simbol AMXL dan NYSE dengan simbol AMOV.

36. Americas Silver Corporation

Americas Silver Corporation (USAS) adalah produsen perak junior terkemuka yang berbasis di Kanada dengan platform operasi yang kuat di

Amerika. Produksi perak 1,6 - 2,0 juta ons dan produksi setara perak 7,2 - 8,0 juta ons. Adanya tambang San Rafael yang baru dibangun, Americas Silver diposisikan sebagai salah satu produsen perak dengan biaya terendah secara global pada tahun 2018. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol USA dan NYSE dengan simbol USAS. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$144 juta per November 2017.

37. Silvercorp Metals Inc.

Silvercorp Metals Inc. (SVM) adalah perusahaan pertambangan Kanada yang memproduksi perak dengan biaya rendah dengan banyak tambang di China. Visi Perusahaan adalah untuk memberikan nilai pemegang saham dengan berfokus pada akuisisi di bawah proyek-proyek yang dikembangkan dengan potensi sumber daya dan kemampuan untuk tumbuh secara organik. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol SVM. *Headquarter* SVM terletak di Vancouver, British Columbia, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$410 juta per November 2017.

38. Alio Gold Inc.

Alio Gold (ALO) adalah perusahaan pertambangan emas Kanada yang bergerak di bidang produksi, pengembangan, dan eksplorasi di Meksiko. Aset utamanya termasuk memproduksi tambang emas San Francisco di Sonora, Meksiko, dan proyek Ana Paula tahap perkembangan di Guerrero, Meksiko. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE

dengan simbol ALO. ALO memiliki *corporate office* yang terletak di Vancouver, British Columbia, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$133 juta per November 2017.

39. NexGen Energy Ltd.

NexGen Energy Ltd. (NXE) adalah NexGen adalah perusahaan eksplorasi dan pengembangan yang didanai dengan portofolio proyek-proyek berdampak tinggi di seluruh Cekungan Athabasca. Portofolionya dipusatkan di Basin Athabasca barat daya berskala besar di mana NexGen memiliki lebih dari 259.000 hektar lahan. NexGen dipimpin oleh tim profesional industri uranium berpengalaman dengan keahlian dalam eksplorasi, keuangan perusahaan dan pengembangan tambang.. NXE didirikan pada 2011. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol NXE. *Headquarter* NXE terletak di Vancouver, British Columbia, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$726 juta per November 2017.

40. Sierra Metals Inc.

Sierra Metals Inc. (SMTS) adalah produsen logam dasar dan mulia kelas menengah di Amerika Latin. Perusahaan memiliki dan mengoperasikan tiga tambang dalam produksi komersial : Tambang Yauricocha di Peru, tambang Bolivar dan Cusi di Meksiko. SMTS didirikan pada 2003. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol SMT dan NYSE dengan simbol SMTS. *Headquarter* SMTS terletak

di Toronto, Ontario, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$388 juta per November 2017.

41. Auryn Resources Inc.

Auryn Resources (AUG) adalah perusahaan eksplorasi efisien modal yang terfokus pada pemberian nilai pemegang saham melalui akuisisi dan penemuan proyek akresi. Tim manajemen perusahaan berpengalaman dengan catatan keberhasilan dalam penemuan, kemajuan, dan monetisasi aset eksplorasi. Auryn memiliki tim teknis multidisiplin yang luas, portofolio eksplorasi emas utama dan berfokus pada deposit emas bermutu tinggi yang terukur di yurisdiksi penambangan yang menguntungkan. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol dan NYSE dengan simbol AUG. *Headquarter* AUG terletak di Vancouver, British Columbia, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya US\$123 juta per November 2017.

42. Caledonia Mining Corporation

Caledonia Mining Corp. (CMCL) adalah perusahaan pertambangan, eksplorasi dan pengembangan yang berfokus di Afrika Selatan. Aset utama Caledonia adalah 49% saham di Blanket Mine di Zimbabwe. CMCL didirikan pada 1954. Saham Kaledonia terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dengan simbol CAL dan NYSE dengan symbol CMCL. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$74 juta per November 2017.

43. Kirkland Lake Gold Ltd.

Kirkland Lake Gold Ltd. (KL) adalah Kirkland Lake Gold adalah produsen emas tingkat menengah yang menargetkan lebih dari 620.000 ons produksi emas pada 2018 dari tambang di Kanada dan Australia. Kirkland Lake Gold dilengkapi dengan aset berkualitas, potensi eksplorasi skala distrik, posisi keuangan yang kuat dan keahlian manajemen dan operasional yang luas. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan simbol KL. *Headquarter* KL terletak di Toronto, Ontario, Kanada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$2.892 juta per November 2017

44. Blackberry Limited

BlackBerry (BB) adalah perusahaan perangkat lunak dan layanan, mempunyai fokus untuk mengamankan dan mengelola *IoT endpoint*. Hal ini dilakukan dengan *BlackBerry Secure*. Sahamnya terdaftar di *Toronto Stock Exchange* (TSX) dan NYSE dengan symbol BB. *Headquarter*nya terletak di Waterloo, Ontario, Canada. Nilai kapitalisasi pasar globalnya mencapai US\$5.643 juta per November 2017.

C. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan statistik yang digunakan untuk menguraikan data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah dikumpulkan tanpa membuat kesimpulan secara umum (Sugiyono 2013:206). Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan variabel risiko dan *abnormal return*.

1. Risiko

Risiko dalam investasi mencerminkan besarnya penyimpangan antara tingkat imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dengan timbal hasil yang dicapai secara nyata (Halim, 2015:157). Bodie *et al*, (2008:216) menyebutkan bahwa risiko investasi merupakan adanya lebih dari satu kemungkinan hasil. Tingkat risiko diukur dengan koefisien beta (Mayo, 2014:159). Beta dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2 M}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke-*i*.

σ_{iM} : Kovarian *return* sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar.

$\sigma^2 M$: Varian *return* pasar.

Rumus tersebut dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it}) \cdot (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})^2}$$

Sumber : Hartono (2017:471)

Dimana,

β_i : Beta sekuritas ke-*i*.

R_{it} : *Return* sekuritas ke-*i* pada waktu tertentu.

\bar{R}_{it} : Rata-rata *return* sekuritas ke-*i* pada waktu tertentu.

R_{Mt} : *Return* pasar pada waktu tertentu.

\bar{R}_{Mt} : Rata-rata *return* pasar pada waktu tertentu.

Perhitungan beta membutuhkan angka *return* saham individu (R_i) dan *return* pasar (R_M). Beta dihitung dengan membagi kovarian *return* saham individu dan *return* pasar dengan varian *return* pasar. Sebagai contoh, dalam menghitung risiko perusahaan Great Panther Silver Limited K (GPL),

untuk periode sebelum (t-5 hingga t-1) *cross-listing* dibutuhkan angka *return* saham individu (R_i) GPL t-5 hingga t-1 dan *return* pasar (R_M) GPL t-5 hingga t-1. Untuk lebih jelasnya akan ditunjukkan pada perhitungan berikut.

$$\beta_{i,sebelum} = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})^2}$$

$$\beta_{i,sebelum} = \frac{[(R_{it-5} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt-5} - \overline{R_{Mt}})] + \dots + [(R_{it-1} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt-1} - \overline{R_{Mt}})]}{[(R_{Mt-5} - \overline{R_{Mt}})^2] + \dots + [(R_{Mt-1} - \overline{R_{Mt}})^2]}$$

$$\beta_{i,sebelum} = \frac{[(0,2179 - 0,2597) \cdot (0,0861 - 0,0401)] + \dots + [(-0,2527 - 0,2597) \cdot (0,0220 - 0,0401)]}{[(0,0861 - 0,0401)^2] + \dots + [(0,0220 - 0,0401)^2]}$$

$$\beta_{i,sebelum} = \frac{[-0,0019] + \dots + [0,0093]}{[0,0021] + \dots + [0,0003]}$$

$$\beta_{i,sebelum} = \frac{-0,0069}{0,0061} = -1,1217$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan bahwa pada periode sebelum *cross-listing*, nilai beta saham GPL adalah -1,1217. Cara perhitungan yang sama digunakan untuk menghitung beta seluruh perusahaan sampel periode sebelum *cross-listing* (t-5 hingga t-1). Hasil perhitungan saham secara keseluruhan dapat dilihat di Lampiran 6 – Lampiran 11 halaman 132-147.

Selanjutnya, untuk periode sesudah (t+1 hingga t+5) *cross-listing*, beta saham perusahaan GPL dapat dihitung dengan cara berikut :

$$\beta_{i,sesudah} = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \overline{R_{Mt}})^2}$$

$$\beta_{i,sesudah} = \frac{[(R_{it+1} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt+1} - \overline{R_{Mt}})] + \dots + [(R_{it+5} - \overline{R_{it}}) \cdot (R_{Mt+5} - \overline{R_{Mt}})]}{[(R_{Mt+1} - \overline{R_{Mt}})^2] + \dots + [(R_{Mt+5} - \overline{R_{Mt}})^2]}$$

$$\beta_{i,sesudah}$$

$$= \frac{[(0,0539 - (-0,0346)) \cdot (-0,0040 - (-0,0084))] + \dots + [(0,0120 - (-0,0346)) \cdot (-0,0288 - (-0,0084))]}{[(-0,0040 - (-0,0084))^2] + \dots + [(-0,0288 - (-0,0084))^2]}$$

$$\beta_{i,sesudah} = \frac{[0,0004] + \dots + [-0,0010]}{[0,0000] + \dots + [0,0004]}$$

$$\beta_{i,sesudah} = \frac{-0,0051}{0,0023} = -2,194$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan bahwa pada periode sesudah (t+1 hingga t+5) *cross-listing*, nilai beta saham GPL adalah -2,194. Cara perhitungan yang sama digunakan untuk menghitung beta seluruh perusahaan sampel periode sesudah *cross-listing* (t+1 hingga t+5). Hasil perhitungan untuk seluruh saham secara keseluruhan dapat dilihat di Lampiran 6 – Lampiran 11 halaman 132-147. Tabel 4 dibawah ini merupakan risiko untuk semua sampel yang merupakan dari hasil perhitungan beta untuk periode sebelum dan sesudah *cross-listing*.

Tabel 4 Risiko Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

No	Simbol	Risiko	
		Sebelum	Sesudah
1	GPL	-1.1217	-2.194
2	WRN	-5.0825	2.7569
3	ASM	-3.2623	2.9524
4	PPP	3.8666	1.1169
5	ELLO	-0.4956	0.2770
6	FNV	0.3947	1.1069
7	FSM	-0.7106	2.8444

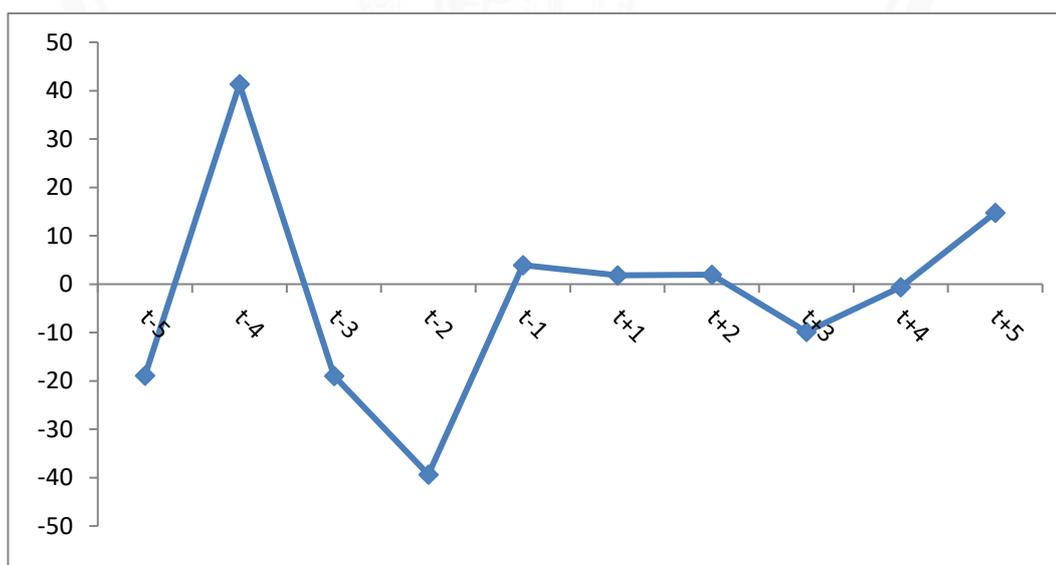
Lanjutan Tabel 4 Risiko Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

No	Simbol	Risiko	
		Sebelum	Sesudah
8	GZT	-0,4896	0,7675
9	DRD	1,265	2,1540
10	PVG	0,5247	2,0169
11	JE	1,6856	2,0772
12	BBDO	1,0199	1,1705
13	PBA	-1,3331	0,8694
14	TAHO	4,0022	-2,8994
15	TEVA	1,1633	0,5293
16	GSV	8,2583	8,5388
17	SAND	2,1276	1,6282
18	BXE	2,0338	3,1300
19	INFY	7,4503	4,0295
20	AGI	-1,8735	4,6295
21	VET	-0,2703	1,0466
22	BTG	3,5625	3,5727
23	BEP	1,2013	0,8351
24	CANF	2,2568	4,4685
25	UUUU	-0,6191	-1,3360
26	CPG	1,0977	-1,2244
27	FCAU	-0,5445	0,3678
28	KIQ	0,7248	0,7782
29	CRHM	0,9986	-1,2387
30	OSB	3,6673	3,5800
31	OR	-13,8439	0,1329
32	LN	6,2429	-0,4784
33	FTS	-0,2857	-3,4781
34	AQN	0,7316	0,3205
35	AMOV	-2,5615	-3,9810
36	USAS	-0,9818	-0,3463
37	SVM	11,3524	-5,3988
38	ALO	-6172,7	0,3152
39	NXE	13,3037	2,7205
40	SMTS	-9,0529	-3,5778
41	AUG	-1,3085	3,0502
42	CMCL	782,745	2,0709
43	KL	7,8717	-0,1457

No	Simbol	Risiko	
		Sebelum	Sesudah
44	BB	-0,7004	1,548
	Nilai Terendah	-6.172,7	-5,3988
	Nilai Tertinggi	782,745	8,5388
	Rata-Rata	-121,53926	0,93417

Sumber : Data diolah penulis, 2018

Rata-rata risiko seluruh perusahaan sampel akan digambarkan dalam bentuk bulanan baik untuk periode sebelum maupun sesudah *cross-listing* pada grafik berikut. Berdasarkan grafik tersebut, diketahui bahwa pada periode sebelum *cross-listing*, risiko cenderung memiliki kenaikan atau penurunan yang tajam di setiap bulannya, sedangkan pada periode sesudah *cross-listing*, risiko memiliki perbedaan yang tidak terlalu besar. Hal ini sesuai dengan teori likuiditas dan teori segmentasi pasar yang menyatakan bahwa *cross-listing* memungkinkan adanya pembagian risiko. Perhitungan rata-rata risiko per bulan dapat dilihat di lampiran 13 halaman 130.



Gambar 7 Grafik Risiko Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

Sumber: Data diolah penulis, 2018

Tabel 5 dibawah menjelaskan tentang hasil dari perhitungan deskriptif yang berupa rata-rata (*mean*) dan standar deviasi untuk risiko selama periode pengamatan.

Tabel 5 Statistik Deskriptif Risiko Selama Periode Pengamatan

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Sebelum	44	-121.53926	940.884861	-6172.738	782.745
Sesudah	44	.93417	2.586174	-5.399	8.539

Sumber : SPSS 23.0 (data diolah,2018)

Keterangan :

Sebelum = Risiko sebelum dilakukan *cross-listing*

Sesudah = Risiko sesudah dilakukan *cross-listing*

Berdasarkan tabel 5, N atau jumlah perusahaan yang diteliti untuk risiko sebanyak 44 perusahaan dengan periode pengamatan selama 5 bulan sebelum dan 5 bulan sesudah dilakukan *cross-listing*. Hasil analisis deskriptif menunjukkan variabel risiko pada periode sebelum *cross-listing* memiliki nilai rata-rata sebesar -121,53926 dengan standar deviasi 940,884861. Pada periode sesudah *cross-listing*, hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata dari risiko sebesar 0,93417 dengan standar deviasi 2,586174. Rata-rata variabel risiko lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasinya, hal tersebut menunjukkan penyimpangan dari nilai rata-ratanya. Standar deviasi mencerminkan variasi atau perbedaan data yang relatif besar dari nilai rata-ratanya. Nilai terendah risiko sebelum *cross-listing* dimiliki oleh Alio Gold Inc. sebesar -6.172,738, sedangkan nilai tertinggi risiko sebelum *cross-listing* dimiliki oleh Caledonia Mining Corporatio sebesar 782,745. Nilai risiko terendah sesudah *cross-listing*

dimiliki Silvercorp Metals Inc. sebesar -5,399, sedangkan nilai tertinggi risiko sesudah *cross-listing* dimiliki oleh Gold Standard Ventures Corp. K sebesar 8,539.

2. *Abnormal Return*

Abnormal Return merupakan selisih dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. Pengujian *abnormal return* dilakukan pada tiap-tiap bulan selama periode pengamatan. Dalam menghitung *abnormal return* digunakan hal berikut:

- 1) Pengembalian Saham Individu (*Return*)

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

Sumber : Hartono (2017:668)

Dimana

R_{it} : Tingkat pengembalian saham individu untuk periode tertentu.

P_t : Harga investasi sekarang.

P_{t-1} : Harga investasi periode lalu.

Perhitungan pengembalian saham individu menggunakan *closing price* saham per bulan. Perubahan harga per bulan dibagi dengan harga penutupan saham di bulan sebelumnya menghasilkan *return* bulanan. Sebagai contoh, untuk menghitung *return* saham t-5 *cross-listing* saham GPL, maka dibutuhkan *closing price* t-6 dan t-5 GPL. Untuk lebih jelasnya akan ditunjukkan oleh perhitungan berikut.

$$R_{i,t-5} = \frac{(P_{i,t-5} - P_{i,t-6})}{P_{i,t-6}}$$

$$R_{it-5} = \frac{(0,95 - 0,78)}{0,78} = 0,2179$$

Perhitungan tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengembalian saham individu GPL t-5 *cross-listing* adalah 0,2179. Perhitungan yang sama dilakukan pada bulan-bulan sesudahnya, baik itu untuk periode sebelum maupun sesudah *cross-listing*. Data tingkat pengembalian saham individu (R_i) secara keseluruhan disajikan di lampiran 2 halaman 120.

2) Tingkat Pengembalian Pasar (R_M)

$$R_{M,t} = \frac{NYA_t - NYA_{t-1}}{NYA_{t-1}}$$

Sumber : Hartono (2017:428)

Dimana

$R_{M,t}$: *Market return*.

NYA_t : Nilai tolok ukur pada nilai sekarang.

NYA_{t-1} : Nilai tolok ukur pada periode sebelumnya.

Perhitungan pengembalian pasar menggunakan *closing price NYSE composite index* per bulan. Perubahan harga per bulan dibagi dengan harga penutupan *NYSE composite index* (NYA) di bulan sebelumnya menghasilkan pengembalian pasar bulanan. Sebagai contoh, untuk menghitung pengembalian pasar t-5 *cross-listing* saham GPL, maka dibutuhkan *closing price* t-6 dan t-5 NYA sebelum GPL melakukan *cross-listing*. Untuk lebih jelasnya akan ditunjukkan oleh perhitungan berikut.

$$R_{M,t-5} = \frac{NYA_{t-5} - NYA_{t-6}}{NYA_{t-6}}$$

$$R_{Mt-5} = \frac{(7.281,07 - 6.704,15)}{6.704,15} = 0,08605$$

Perhitungan tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengembalian pasar t-5 bulan sebelum GPL *cross-listing* adalah 0,08605. Perhitungan yang sama dilakukan pada bulan-bulan sesudahnya, baik itu untuk periode sebelum maupun sesudah *cross-listing*. Angka *NYSE Composite Index* yang digunakan disesuaikan dengan periode dan bulan dilakukannya *cross-listing* oleh perusahaan. Data tingkat pengembalian pasar (R_M) secara keseluruhan disajikan di lampiran 4 halaman 126.

3) Tingkat Pengembalian yang Diharapkan (*Expected Return*)

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Sumber : Hartono (2017:679)

Dimana

$E[R_{i,t}]$: *Return* ekspektasian sekuritas ke- i periode ke t .

$R_{M,t}$: *Return* pasar ke t yang dihitung dengan rumus $R_{M,t}$.

Berdasarkan rumus diatas dinyatakan bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan sama dengan tingkat pengembalian pasar. Sebagai contoh, tingkat pengembalian pasar t-5 bulan sebelum GPL *cross-listing* sebesar 0,08605. Hal ini berarti tingkat pengembalian yang diharapkan oleh GPL pada 5 bulan sebelum perusahaan ini melakukan *cross-listing* sebesar 0,08605. Data tingkat pengembalian yang diharapkan ($E[R_{i,t}]$) secara keseluruhan disajikan di lampiran 4 halaman 126.

Selanjutnya, setelah diketahui nilai *return* dan *expected return*, *abnormal return* dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut :

$$RTN_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

Sumber : Hartono (2017:668)

Keterangan:

RTN_{it} : *abnormal return* sekuritas ke-*i* pada periode ke-*t*.

R_{it} : *actual return* sekuritas ke-*i* pada periode ke-*t*.

$E[R_{it}]$: *return* ekspektasian sekuritas ke-*i* periode ke-*t*.

Sebagai contoh, untuk menghitung *abnormal return t-5 cross-listing* saham GPL, maka diperlukan selisih *return* (t-5) dan *expected return* (t-5). Untuk lebih jelasnya akan ditunjukkan oleh perhitungan berikut.

$$RTN_{it-5} = R_{it-5} - E[R_{it-5}]$$

$$RTN_{it-5} = 0,21795 - 0,08605 = 0,13189$$

Perhitungan tersebut menunjukkan bahwa tingkat *abnormal return t-5* bulan sebelum GPL *cross-listing* adalah 0,13189. Perhitungan yang sama dilakukan pada bulan-bulan sesudahnya, baik itu untuk periode sebelum maupun sesudah *cross-listing*. Data tingkat *abnormal return* secara keseluruhan disajikan di lampiran 5 halaman 129.

Setelah menghitung *abnormal return* masing-masing perusahaan selama periode yang ditentukan. Selanjutnya, menghitung rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*. Rata-rata *abnormal return* sebelum *cross-listing*, dihitung dengan persamaan :

$$AR_{sebelum} = \frac{\sum_t^n AR_{i,t} \text{ sebelum}}{n}$$

Keterangan:

$AR_{sebelum}$: rata-rata *abnormal return* sebelum *cross-listing*.

$AR_{i,t}$ *sebelum* : *abnormal return* periode sebelum *cross-listing*, yaitu t-5 hingga t-1.

n : Jumlah periode waktu sebelum *cross-listing*.

Contoh perhitungan *abnormal return* sebelum *cross-listing* untuk perusahaan GPL adalah sebagai berikut :

$$AR_{sebelum} = \frac{AR_{GPL_{t-5}} + AR_{GPL_{t-4}} + \dots + AR_{GPL_{t-1}}}{5}$$

$$AR_{sebelum} = \frac{0,13189 + 0,22073 + 0,65803 + 0,36194 + (-0,2747)}{5}$$

$$AR_{sebelum} = 0,21959$$

Rata-rata *abnormal return* sesudah *cross-listing*, dihitung dengan persamaan :

$$AR_{sesudah} = \frac{\sum_t^n AR_{i,t} \text{ sesudah}}{n}$$

Keterangan:

$AR_{sesudah}$: rata-rata *abnormal return* sesudah *cross-listing*.

$AR_{i,t}$ *sesudah* : *abnormal return* periode sesudah *cross-listing*, yaitu t+1 hingga t+5.

n : Jumlah periode waktu sesudah *cross-listing*.

Contoh perhitungan *abnormal return* sesudah *cross-listing* untuk perusahaan GPL adalah sebagai berikut :

$$AR_{sesudah} = \frac{AR_{GPL_{t+1}} + AR_{GPL_{t+2}} + \dots + AR_{GPL_{t+5}}}{5}$$

$$AR_{sesudah} = \frac{0,0579 + (-0,1898) + (-0,0798) + 0,0402 + 0,04086}{5}$$

$$AR_{sesudah} = -0,0261$$

Perhitungan yang sama dilakukan untuk semua perusahaan sampel. Data rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing* secara keseluruhan disajikan dalam lampiran 12 halaman 148. Tabel 6 dibawah ini menunjukkan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing* selama periode pengamatan.

Tabel 6 Rata-rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

No	Simbol	Sebelum	Sesudah
1	GPL	0,2196	-0,0261
2	WRN	0,2273	-0,0038
3	ASM	-0,0233	-0,0666
4	PPP	0,0461	-0,0199
5	ELLO	0,026	-0,0285
6	FNV	0,055	0,009
7	FSM	0,0455	0,0438
8	GZT	0,0252	0,0103
9	DRD	0,0935	0,0373
10	PVG	0,045	-0,0171
11	JE	-0,0222	-0,012
12	BBDO	-0,0273	-0,0115
13	PBA	-0,0092	-0,0169
14	TAHO	-0,0033	0,0318
15	TEVA	0,0136	-0,013
16	GSV	0,3405	-0,0848
17	SAND	0,0257	0,0334
18	BXE	-0,0745	0,0399
19	INFY	-0,0091	-0,0111
20	AGI	-0,0607	0,0027
21	VET	0,0014	0,0086
22	BEP	-0,0847	-0,0121
23	BTG	-0,0233	-0,0284
24	CANF	0,0663	-0,0393
25	UUUU	-0,0485	0,0884

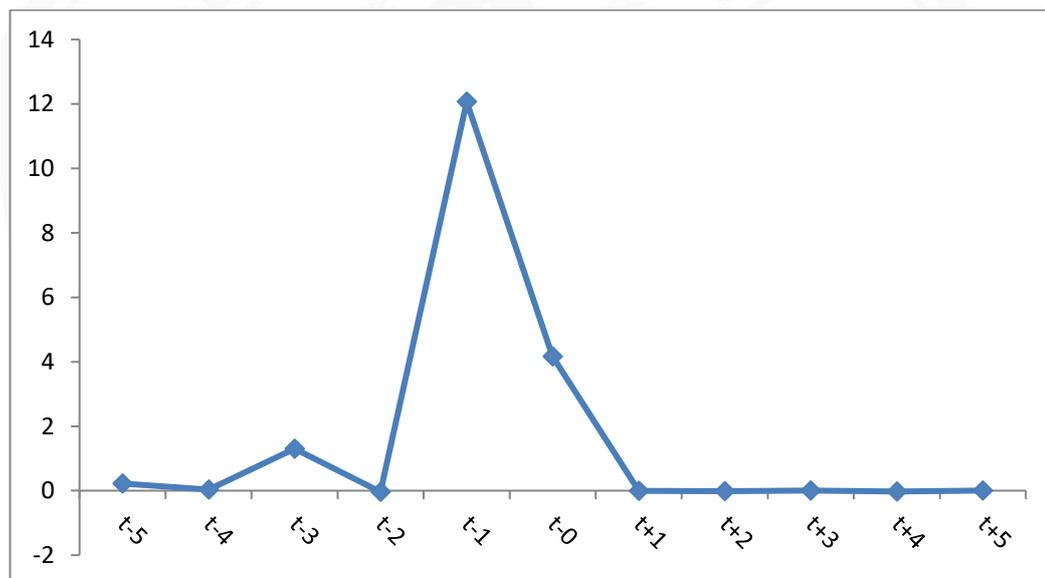
Lanjutan Tabel 6 Rata-rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

No	Simbol	Sebelum	Sesudah
26	CPG	-0,0128	0,0316
27	FCAU	-0,0368	0,0007
28	KIQ	-0,0205	-0,0431
29	CRHM	0,0734	-0,017
30	OSB	0,043	0,076
31	OR	-0,2152	-0,0643
32	LN	0,7058	-0,0117
33	FTS	-0,0051	-0,0154
34	AQN	-0,0001	0,0144
35	AMOV	-0,0056	0,0434
36	USAS	-0,0561	-0,042
37	SVM	0,0449	-0,0343
38	ALO	102,5763	-0,0392
39	NXE	0,1016	-0,0444
40	SMTS	-0,0188	-0,0095
41	AUG	-0,0713	-0,1091
42	CMCL	15,534	0,0225
43	KL	0,0748	0,0103
44	BB	0,0181	0,0099
Nilai Terendah		-0,2152	-0,1091
Nilai Tertinggi		102,5763	0,0884
Rata-Rata		2,7176	-0,0070

Sumber : Data diolah penulis, 2018

Rata-rata *abnormal return* seluruh perusahaan sampel akan digambarkan dalam bentuk bulanan baik untuk periode sebelum maupun sesudah *cross-listing* pada grafik berikut. Berdasarkan grafik tersebut, dapat diketahui bahwa *abnormal return* memiliki kenaikan paling tajam pada satu bulan sebelum *cross-listing*, namun, *abnormal return* mengalami penurunan pada bulan *cross-listing* dilakukan. *Abnormal*

return memiliki perbedaan yang tidak signifikan di bulan setelahnya. Hal ini sesuai dengan teori pasar efisien dalam bentuk kuat. Pasar efisien dalam bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham sekarang merupakan cerminan dari informasi di masa lalu ditambah dengan informasi baik yang dipublikasikan maupun tidak dipublikasikan. Dalam keadaan pasar seperti ini, tidak ada investor yang akan mendapatkan *abnormal return*. Perhitungan rata-rata *abnormal return* per bulan dapat dilihat di lampiran 5 halaman 129.



Gambar 8 Grafik Rata Rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

Sumber: Data diolah penulis, 2018

Tabel 7 dibawah menjelaskan tentang hasil dari perhitungan deskriptif yang berupa rata-rata (*mean*) dan standar deviasi untuk *abnormal return* selama periode pengamatan.

Tabel 7 Statistik Deskriptif *Abnormal Return* Selama Periode Pengamatan

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Sebelum	44	2.71760	15.581059	-.215	102.576
Sesudah	44	-.00697	.038824	-.109	.088

Sumber : SPSS 23.0 (data diolah,2018)

Keterangan :

Sebelum = *Abnormal Return* sebelum dilakukan *cross-listing*

Sesudah = *Abnormal Return* sesudah dilakukan *cross-listing*

Berdasarkan Tabel 7, N atau jumlah perusahaan yang diteliti untuk *abnormal return* sebanyak 44 perusahaan dengan periode pengamatan selama 5 bulan sebelum dan 5 bulan sesudah dilakukan *cross-listing*. Hasil analisis deskriptif menunjukkan variabel *abnormal return* pada periode sebelum *cross-listing* memiliki nilai rata-rata sebesar 2,71760 dengan standar deviasi 15,581059. Pada periode sesudah *cross-listing*, hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata dari *abnormal return* sebesar -0,00697 dengan standar deviasi 0,038824. Rata-rata variabel *abnormal return* lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasinya, hal tersebut menunjukkan penyimpangan dari nilai rata-ratanya. Standar deviasi mencerminkan variasi atau perbedaan data yang relatif besar dari nilai rata-ratanya. Nilai terendah rata-rata *abnormal return* sebelum *cross-listing* dimiliki oleh Osisko Gold Royalties Ltd sebesar -0,215, sedangkan nilai tertinggi rata-rata *abnormal return* sebelum *cross-listing* dimiliki oleh Alio Gold Inc. sebesar 102,576. Nilai rata-rata *abnormal return* terendah sesudah *cross-listing* dimiliki oleh Auryn Resources Inc. sebesar -0,109, sedangkan nilai tertinggi rata-

rata *abnormal return* sesudah peristiwa *cross-listing* dimiliki oleh Energy Fuels Inc.K sebesar 0,088.

D. Uji Normalitas

Uji Normalitas digunakan untuk mengetahui apakah data dari sampel penelitian terdistribusi secara normal atau tidak secara normal. Hasil dari uji normalitas akan digunakan untuk menentukan uji hipotesis yang digunakan. Jika data terdistribusi normal maka uji hipotesis yang digunakan adalah *Paired Sample T-test*, sedangkan jika data tidak terdistribusi normal maka uji hipotesis yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Uji normalitas akan diuji dengan menggunakan analisis *One-Sample Kolomogrv Smirnov*.

1. Risiko

Hasil uji normalitas untuk risiko memiliki nilai 0,000. Nilai tersebut lebih kecil dibandingkan dengan nilai probabilitas sebesar 0,05. Berdasarkan angka tersebut dapat disimpulkan bahwa untuk data risiko tidak terdistribusi normal. Dapat dilihat pada tabel 8 untuk hasil pengujian normalitas risiko.

Tabel 8 Uji Normalitas Risiko Sebelum dan Sesudah *Cross-listing*

		Risiko
N		88
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-60.302111
	Std. Deviation	664.3308294
Most Extreme Differences	Absolute	.517
	Positive	.445
	Negative	-.517
Test Statistic		.517
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

Sumber : SPSS 23.0 (data diolah, 2018)

Berdasarkan hasil uji normalitas yang tidak terdistribusi normal, maka pengujian hipotesis yang digunakan untuk risiko adalah dengan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Pengambilan keputusan didasari pada kriteria apabila nilai probabilitas kurang dari 0,05, maka H_0 ditolak atau terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*. Tabel 9 menunjukkan hasil uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan diperoleh nilai Z sebesar -0,373 dengan nilai signifikansi 0,709.

Tabel 9 Hasil Uji Wilcoxon Risiko Sebelum dan Sesudah Cross-Listing

	Sesudah – Sebelum
Z	-.373
Asymp. Sig. (2-tailed)	.709

Sumber : SPSS 23.0 (data diolah, 2018)

Berdasarkan tabel di atas, nilai signifikan yang diperoleh lebih besar dari tingkat signifikan yang telah ditetapkan yaitu 0,05 ($0,709 > 0,05$), maka dari itu H_0 diterima atau tidak terdapat perbedaan signifikan antara risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*.

2. *Abnormal Return*

Hasil uji normalitas untuk *abnormal return* memiliki nilai 0,000. Nilai tersebut lebih kecil dibandingkan dengan nilai probabilitas sebesar 0,05. Berdasarkan angka tersebut dapat disimpulkan bahwa untuk data *abnormal return* tidak terdistribusi normal. Dapat dilihat pada tabel 10 untuk hasil pengujian normalitas *abnormal return*.

Tabel 10 Uji Normalitas Rata-Rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Crosslisting*

		<i>Abnormal Return</i>
N		88
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	1.355308
	Std. Deviation	11.0393590
Most Extreme Differences	Absolute	.503
	Positive	.503
	Negative	-.443
Test Statistic		.503
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

Sumber : SPSS 23.0 (data diolah, 2018)

Berdasarkan hasil uji normalitas yang tidak terdistribusi normal, maka pengujian hipotesis yang digunakan untuk *abnormal return* adalah dengan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Pengambilan keputusan didasari pada kriteria apabila nilai probabilitas kurang dari 0,05, maka H_0 ditolak atau terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*. Tabel 11 menunjukkan hasil uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan diperoleh nilai Z sebesar -1,902 dengan nilai signifikansi 0,057.

Tabel 11 Hasil Uji Wilcoxon *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Cross-Listing*

	Sesudah – Sebelum
Z	-1.902
Asymp. Sig. (2-tailed)	.057

Sumber : SPSS 23.0 (data diolah, 2018)

Berdasarkan tabel di atas, nilai signifikan yang diperoleh lebih besar dari tingkat signifikan yang telah ditetapkan yaitu 0,05 ($0,057 > 0,05$), maka dari itu H_0 diterima atau tidak terdapat perbedaan signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah *cross-listing*.

E. Interpretasi Hasil

1. Pembahasan Risiko

Perusahaan melakukan *cross-listing* dengan tujuan melakukan diversifikasi atas sahamnya. Saham yang diperdagangkan di lebih dari satu pasar akan memiliki *non-trading period* lebih pendek daripada saham yang diperdagangkan di satu pasar (Lowengrub dan Melviv, 2002). Hal ini memberi emiten likuiditas dan kemampuan yang lebih besar untuk meningkatkan modal, karena saham aktif diperdagangkan dalam jangka waktu lebih panjang. Selain itu, perdagangan saham dilakukan dengan menggunakan lebih dari satu jenis mata uang sehingga mampu menurunkan risiko, karena *cross-listing* dilakukan pada negara tujuan yang memiliki tingkat ekonomi lebih stabil, dimana hal tersebut ditandai dengan nilai mata uang yang stabil (Peng dan Su, 2012), ketika salah satu negara mengalami guncangan ekonomi yang mempengaruhi suatu bursa, pendanaan perusahaan masih dapat dipenuhi dari bursa lain akibat *cross-listing* ini.

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan risiko sebelum dan sesudah *cross-listing*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih dari 0,05 ($0,709 > 0,05$). Data statistik deskriptif risiko pada halaman 93 menunjukkan bahwa jumlah risiko cenderung sama atau tidak memiliki perbedaan yang begitu besar bagi semua perusahaan sampel periode sebelum maupun sesudah *cross-listing*.

Hasil penelitian tersebut mendukung teori segmentasi pasar dan teori likuiditas. Pada teori segmentasi pasar, Hail dan Leus (2006) menyatakan

bahwa *cross-listing* mengatasi hambatan segmentasi pasar. Perusahaan yang dimana pasar modal negaranya tidak sepenuhnya terintegrasi dengan pasar modal global akan menanggung biaya modal yang lebih tinggi karena risiko perusahaan-perusahaan ini sebagian besar ditanggung oleh investor dari negara asal. *Cross-listing* memudahkan investor asing menanamkan saham di perusahaan-perusahaan ini dan sebagai konsekuensinya, terdapat pembagian risiko.

Pada teori likuiditas Amihud dan Mendelson (1986) menyatakan bahwa Amerika Serikat merupakan pasar yang sangat likuid. Perusahaan yang berasal dari pasar modal dengan likuiditas rendah melakukan *cross-listing* pada bursa dengan likuiditas tinggi, dimana hal ini akan menurunkan risiko dan *expected return*-nya. Ketika risiko dan *expected return* turun, maka harga saham akan naik.

2. Pembahasan *Abnormal Return*

NYSE merupakan pasar efisien dalam bentuk kuat (*strong*). Pasar efisien dalam bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham sekarang merupakan cerminan dari informasi di masa lalu ditambah dengan informasi baik yang dipublikasikan maupun tidak dipublikasikan. Dalam keadaan pasar seperti ini, tidak ada investor yang akan mendapatkan *abnormal return* (Tandelilin, 2010:223). Hal ini ditunjukkan dengan hasil pengujian hipotesis bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *cross-listing* selama periode pengamatan yaitu 5 bulan sebelum dan 5 bulan sesudah *cross-listing* ($0,057 > 0,05$).

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dikemukakan Jayaraman *et al* (1993), Sundaram dan Logue (1995), Lowengrub dan Melvin (2002), Dodd dan Louca (2012), Bahlous (2013), Ghadab dan Hellara (2016), dan Ho *et al* (2017) bahwa *cross-listing* memberi dampak *abnormal return* positif dan menurunkan risiko

Namun, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Karolyi dan Foerster (1999) menjelaskan bahwa *cross-listing* yang dilakukan di bursa efek Amerika Serikat dalam bentuk ADR memberikan *abnormal return* sebesar 19% pada tahun sebelum *cross-listing* dilakukan, dan tambahan sebesar 1,2% di minggu pencatatan dilakukan, tetapi menyebabkan kerugian sebesar 14% di tahun setelahnya. Studi lain oleh Wang *et al* (2008:104-105), yang meneliti harga saham perusahaan Indonesia 250 hari sebelum dan sesudah *cross-listing*. Hasil empiris yang disajikan oleh penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat jumlah *abnormal return* yang signifikan bagi perusahaan setelah melakukan *cross-listing*. Sarkissian dan Schill (2012) juga menunjukkan hasil yang serupa, perusahaan yang telah melakukan *cross-listing* tidak mencapai peningkatan nilai yang berkelanjutan dan hanya mendapat manfaat yang sama seperti sebelumnya.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil dari pembahasan yang telah dilakukan pada bab IV, maka kesimpulan yang didapat adalah sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil penelitian pada risiko, H_0 diterima dan menolak H_1 . Hal ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan risiko antara sebelum dan sesudah *cross-listing*. Perbedaan risiko tidak signifikan karena rata-rata risiko yang dihadapi setelah melakukan *cross-listing* memiliki perbedaan yang tidak terlalu besar dibanding dengan sebelum perusahaan melakukan *cross-listing*. Teori segmentasi pasar dan teori likuiditas mendukung hasil penelitian ini.
2. Berdasarkan hasil penelitian pada *abnormal return*, H_0 diterima dan menolak H_1 . Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *cross-listing*. Hal ini terjadi karena *cross-listing* dilakukan di pasar efisien dalam bentuk kuat (*strong*). Pasar efisien dalam bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham sekarang merupakan cerminan dari informasi di masa lalu ditambah dengan informasi baik yang dipublikasikan maupun tidak dipublikasikan. Dalam keadaan pasar seperti ini, tidak ada investor yang akan mendapatkan *abnormal return*.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, dapat diperoleh beberapa saran yang diharapkan bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Berikut saran yang dapat diberikan :

1. Bagi perusahaan diharapkan untuk dapat mengumpulkan informasi dan mempertimbangkan lagi sebelum mengambil keputusan untuk melakukan *cross-listing*. Perusahaan harus mempertimbangkan urgensi dan tingkat keuntungan yang didapatkan setelah melakukan *cross-listing*. Perusahaan juga harus mempertimbangkan faktor-faktor eksternal seperti faktor ekonomi, politik dan kondisi pasar. Hal tersebut secara tidak langsung akan mempengaruhi kegiatan pasar modal.
2. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat memilih lokasi dan subyek penelitian yang mampu memberikan kontribusi bagi dunia pendidikan, masyarakat dan negara, lebih baik lagi jika hal tersebut dapat diimplementasikan.

DAFTAR PUSTAKA

Buku

- Bodie, Zvi., Alex Kane and Alan J. Marcus. 2008. *Investments*. Edisi Keenam. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, Irham. 2015. *Manajemen Investasi : Teori dan Soal Jawab*. Edisi Kedua. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Guinan, Jack. 2010. *Investopedia : Cara Mudah Memahami Istilah Investasi*. Jakarta : PT Mizan Publika.
- Hadi, Nor. 2013. *PASAR MODAL: Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Halim, Abdul. 2015. *Analisis Investasi dan Aplikasinya : Dalam Aset Keuangan dan Aset Riil*. Jakarta : Salemba Empat.
- Hartono, Jogiyanto. 2017. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesebelas. Yogyakarta: BFFE.
- Husnan, Suad. 2015. *Dasar-Dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas*. Edisi Kelima. Yogyakarta: UPP STM YKPN.
- Jones, Charles P. 2014. *Principle and Concepts, 12th Ed*. Singapore : Jones Wiley & Sons Singapore Pte Ltd.
- Lasfer, Meziane. 2009. *Acquiring a Secondary Listing, or Cross-Listing, Q Finance*. UK : Bloomsbury Publication.
- Lupiyoadi, Rambat dan Ridho Bramulya Ikhsan. 2015. *Praktikum Metode Riset Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Mayo, Herbert B. 2014. *Investment : An Introduction*. USA Cengage Learning.
- Nazir, Mohammad. 2014. *Metode Penelitian*. Bogor : Ghalia Indonesia.
- Reilly, Frank K. and Keith C.Brown. 2012. *Investment Analysis and Portofolio Management, 10th ed*. Canada : South-Western Cengage Learning.

Sugiyono. 2013. *Metodologi Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*. Bandung: Alfabeta.

Sunariyah. 2003. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.

Internet dan Artikel

Anonim. 2018. New York Stock Exchange, diakses pada Januari-April 2018 dari <https://www.nyse.com>

Anonim. 2018. Yahoo Finance, diakses pada Januari-April 2018 dari <https://finance.yahoo.com/>

Anonim. 2018 . Mckinsey&Company, diakses pada 19 April 2018 dari <https://mckinsey.com/>

Anonim. 2018. US Securities and Exchange Commission, diakses pada 5 Mei 2018 dari <https://www.sec.gov/forms>

Anonim. 2018. Financial Industry Regulatory Authority, diakses pada 2 Juli 2018 dari <http://www.finra.org/investors/types-stock>

Anonim. 2018 . Okezone Finance, diakses pada 19 April 2018 dari <https://economy.okezone.com/>

Anonim. 2018 . The Times of India, diakses pada 19 April 2018 dari <https://timesofindia.indiatimes.com>

Undang-undang no. 8. 1995. Undang-undang no. 8 Tahun 1945 Tentang Pasar Modal, diakses pada tanggal 6 Februari 2018 dari www.ojk.co.id.

Skripsi dan Jurnal

Adliah, Shabrina Nur. 2017. *Analisis Abnormal Return dan Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Stock Split (Studi pada Perusahaan Go Public Periode 2014-2016)*. Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.

Abdallah, Abed Al-Nasser and Christos Ioannidis. 2010. Why do Firms Cross-list? International Evidence from the US Market. *The Quarterly Review of Economic and Finance* Volume 50, Issue 2, 202-213.

Amihud, Yakov and Haim Mendelson. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics* Volume 17, Issue 2, 223-249.

- Ammer, John, Sarra B. Holland, David C. Smith and Francis E. Warnock. 2008. Why Do U.S. Cross-Listings Matter?. *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no 930*.
- Bahlous, Mejda. 2013. Does Cross-Listing Benefit the Shareholders? Evidence from Companies in the GCC Countries?. *Asia-Pacific Finan Market, 20:345–381*.
- Baker, H. Kent, J.R. Nofsinger and D.G. Weaver. 1999. International Cross-Listing and Visibility. *NYSE Working Paper, 1*.
- Bengoa, Marta and Blanca Sanchez-Robles. 2003. Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy Vol. 19, 529–545*.
- Cetorelli, Nicola and Stavros Peristiani. 2010. Firm Value and Cross-Listings: The Impact of Stock Market Prestige. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 474*.
- Chouinard, Eric and Chris D'Souza. 2004. The Rationale for Cross-Border Listings. *Financial Markets Department, Bank of Canada Review, 26-27*.
- Dodd, Olga and Christodoulos Louca. 2012. International Cross-Listing and Shareholders' Wealth. *Auckland University of Technology and Cyprus University of Technology and Durham University*.
- Ghadab, Imen and Slaheddine Hellara. 2016. Cross-Listing and Value Creation. *Journal of Multinational Financial Management, 505*.
- Gozzi, Juan Carlos, Ross Levine and Sergio L. Schmukler. 2008. Internationalization and the Evolution of Corporate Valuation. *Journal of Financial Economics 88 (3), 607-632*.
- Hail, Lucy and Christian Leuz. 2006. Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U.S. Cross-Listings. *European Corporate Governance Institute, ECGI Working Paper Series in Finance No. 46/2004, 2006, 6-7*.
- Ho, Kim Hind David, Kwame Addae Dappah and Fang Rui Lina Peck. 2017. Cross-listing of real estate investment trusts (REITs). *Journal of Property Investment & Finance, Vol. 35 Issue: 5, pp.509-527*.
- Jayaraman, Narayanan, Kuldeep Shastri and Kishore Tandon. 1993. The Impact of International Cross-Listing on Risk and Return. *Journal of Banking and Finance, 17, 91-103*.

- Karolyi, George Andrew and Stephen Foerster. 1999. The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States. *Journal of Finance* 54(3), 981-1013.
- Karolyi, George Andrew. 2004. The World of Cross-Listing and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom. *Department of Finance, Fisher College of Business, The Ohio State University*, 8.
- King, Michael R. and Dan Segal. 2005. Are There Longer Horizon Benefits to Cross-Listing? : Untangling the Effects of Investor Recognition, Trading and Ownership. *Review of Financial Studies*. 22, (6), 2393-2421.
- Lestari, Dyah Putri Fuji. 2018. Dampak *Britain Exit* (BREXIT) terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* pada Indeks LQ-45. Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.
- Licht, Amir N. 2003. Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?. *Chicago Journal of International Law*, 143-145.
- Lowengrub, Paul and Michael Melvin. 2002. Before and After International Cross-Listing : an Intraday Examination of Volume and Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 12, issue 2, 139-155.
- Mittoo, Usha. 2003. Globalization and the Value of U.S. Listings: Revisiting Canadian Evidence. *Journal of Banking and Finance* 27(9), 1629-1661.
- Pagano, Marco, Alisa A. Röell, and Josef Zechner. 2002. The geography of equity listing: Why do companies list abroad. *Journal of Finance* 57, 2651–2694.
- Peng, Mike W and Weichieh Su. 2012. Cross-listing and the scope of the firm. *Journal of World Business* page 9.
- Roosenboom, Peter and Mathijs A. van Dijk. 2009. The Market Reaction to Cross-Listings : Does the Destination Market Matter?. *Journal of Banking & Finance*, vol. 33(10), 1898-1908.
- Sarkissian, Sergei and Michael J. Schill. 2012. Cross-Listing waves. McGill University and University of Virginia.
- Sundaram, Anant K and Dennis E. Logue. 1995. Valuation Effect of Foreign Company Listings on US Exchanges. *Journal of International Business Studies*, vol. 27, No. 1 (1st Qtr., 1996), pp. 67-88.

Wang, Yu-Shan, Huimin Chung and Chih Chiang Hsu. 2008. The Impact of International Cross-Listings on Risk and Return: Evidence from Asian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, Euro Journals Publishing, 104-105.



