
Reaksi harga saham terhadap publikasi laporan keuangan tahunan (Menggunakan Saham LQ 45 Periode 2015 -2016)

Dikdik Saleh Sadikin

STIE Indonesia Banking School

dikdik.sadikin@ibs.ac.id

Abstract

Publication of Annual financial reports is a means of information presented for investor to make decisions on their investment. This research is designed as an empirical research intended to find out the market reaction, resulting from the publication of the annual financial reports. The market reaction is shown from the abnormal return and abnormal volume calculated based on the market approach. The sample is selected through judgement sampling of 43 active shares and liquid traded at Indonesia Stock Exchange in 2016, with daily data covering shares prices, composite index, shares volume listed and traded. The research methodology utilized is event study with estimation period of 110 days and window period of 21 days around the date of publication of the interim financial reports. The assessment of the hypothesis through parametric and non-parametric statistics significantly showed that the publication of the interim financial reports influenced the prices and volume of shares trading. The assessment also showed that Indonesia Stock Exchange fulfilled the form of semi strong form efficient market for 2016.

Keywords: *Publication of Annual financial reports, abnormal return*

Abstrak

Publikasi Laporan Keuangan Tahunan merupakan sarana informasi yang disajikan bagi investor untuk mengambil keputusan atas investasinya. Penelitian ini dirancang sebagai penelitian empiris yang dimaksudkan untuk mengetahui reaksi pasar, yang dihasilkan dari publikasi laporan keuangan tahunan. Reaksi pasar ditunjukkan dalam bentuk abnormal return dan abnormal volume yang dihitung berdasarkan pendekatan pasar. Pemilihan sampel dilakukan melalui judgement sampling terhadap 43 saham yang aktif dan likuid diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016, dengan data harian meliputi harga saham, IHSG, volume saham yang tercatat diperdagangkan. Metodologi penelitian yang digunakan adalah event study dengan estimasi periode 110 hari dan period 21 hari sekitar tanggal publikasi laporan keuangan interim. Penilaian hipotesis melalui statistik parametrik dan non-parametrik secara signifikan menunjukkan bahwa publikasi laporan keuangan interim mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham. Penilaian tersebut juga menunjukkan bahwa Bursa Efek Indonesia memenuhi bentuk pasar efisien bentuk setengah kuat untuk tahun 2016.

Kata Kunci: Publikasi Laporan Keuangan Tahunan, abnormal retur

1. Pendahuluan

Peraturan OJK No X.K.2 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Keuangan Berkala menyatakan bahwa pengumuman laporan keuangan tengah tahunan dan tahunan wajib dilakukan dalam paling sedikit satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional. Peraturan tersebut juga mewajibkan emiten untuk memublikasikan kinerja keuangannya di laman website perusahaan. Sejak peraturan berlaku pada 2011, setiap emiten yang tercatat di bursa memang harus memiliki situs internet.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 29 / POJK.04/2015, Pengumuman adalah publikasi kepada masyarakat melalui pengumuman surat kabar harian berperedaran nasional dan/atau pem-

uatan dalam Situs Web Emiten atau Perusahaan Publik atas laporan keuangan tengah tahunan, laporan keuangan tahunan, dan laporan tahunan dalam rangka memenuhi kewajiban sebagaimana diatur dalam peraturan perundangundangan di sektor Pasar Modal yang mengatur mengenai pengumuman dalam surat kabar harian dan/atau pemuatan dalam Situs Web atas laporan keuangan tengah tahunan, laporan keuangan tahunan, dan laporan tahunan Emiten atau Perusahaan Publik. Informasi yang disediakan oleh akuntansi, ialah informasi keuangan mengenai kondisi keuangan dan hasil usaha suatu perusahaan, yang dapat digunakan oleh para pemakainya sesuai kepentingan masing-masing.

Para pemakai informasi akuntansi yang dimak-

sud, ialah pemilik perusahaan, pemasok, investor, kreditor, manajemen, pemerintah, dan anggota masyarakat lainnya. Di antara pemakai informasi akuntansi (laporan keuangan) yang disebutkan di atas pemakai yang paling berkepentingan ialah investor dan kreditor. Ini berarti, informasi akuntansi yang disajikan melalui media laporan keuangan lebih difokuskan untuk memenuhi kebutuhan investor dan kreditor dibandingkan dengan pemakai ekstern lainnya.

Banyak buku literatur diantaranya Jones (2013) menyatakan pasar modal dalam bentuk efisien berkenaan dengan suatu sistem informasi, dimana harga saham secara penuh merefleksikan sistem informasi tersebut. Dalam pasar yang efisien, harga bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang relevan. Informasi baru tersebut kemudian akan masuk ke dalam dan membentuk harga sekuritas, dengan demikian tidak akan diperoleh keuntungan abnormal yang konsisten.

Pendapat Epps dan Epps yang dikutip dari Byung T (1981) menyatakan jika informasi akuntansi dari perusahaan mampu mempengaruhi pengharapan investor atas prospek suatu usaha, maka tentunya akan menimbulkan ketidakseimbangan sementara dalam pasar modal. Ketidakseimbangan ini akan menyebabkan investor melakukan pembelian dan penjualan saham untuk memaksimalkan kepuasannya.

Jika investor di Indonesia sadar bahwa dia dapat memperoleh abnormal return dari investasinya dengan memanfaatkan informasi publik maka tentunya investor akan memanfaatkan informasi tersebut untuk memaksimalkan kepuasannya. Jadi informasi publik akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor. Tindakan yang diambil oleh investor dengan adanya publikasi laporan keuangan akan tercermin pada tingkat fluktuasi harga saham dan volume perdagangan saham setelah publikasi laporan keuangan.

2. Tinjauan Teoritis

Tujuan dan Keterbatasan Informasi Akuntansi

Paton dan Littleton menyatakan kebutuhan akuntansi di dunia bisnis disebabkan oleh adanya pemisahan pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan. Sehingga akuntansi yang berawal dari pencatatan dan penyajian untuk pemilik menjadi alat pertanggungjawaban pada *absentee investor*. Selain itu, mereka menyatakan penyajian informasi akuntansi juga menyangkut pertanggungjawaban perusahaan (terlebih perusahaan besar) kepada pihak-pihak selain investor, seperti karyawan, pelanggan, pemerintah, dan masyarakat luas.

FASB merumuskan karakteristik kualitatif yang harus dimiliki oleh suatu laporan keuangan. Dalam APB No. 4 (1970, par. 87-94) diuraikan 7 tujuan kualitatif yang mesti melekat pada laporan keuangan supaya berguna untuk pengambilan kepu-

tusan. Ketujuh karakteristik tersebut adalah :

1. Tujuan kualitatif yang utama (*relevance*)
2. Dapat dimengerti (*understandability*)
3. Dapat diverifikasi (*verifiability*)
4. Netral (*neutrality*)
5. Ketepatan waktu (*timeliness*)
6. Daya banding (*comparability*)
7. Kelengkapan (*completeness*)

Melalui SFAC No. 1, FASB menyatakan bahwa untuk dapat berguna bagi pengambilan keputusan, informasi akuntansi harus memiliki karakteristik utama yaitu relevan dan reliable. Informasi yang relevan adalah informasi yang mempunyai nilai prediksi, nilai umpan balik, dan disajikan tepat waktu. Sementara informasi yang dapat diandalkan adalah informasi yang verifiable, netral dan mampu menggambarkan keadaan yang sebenarnya. Selain itu harus dipertimbangkan juga manfaat dan biayanya serta daya banding dan materialitas dari informasi yang bersangkutan.

Perlu diketahui, ada keterbatasan yang melekat pada informasi akuntansi, seperti termuat dalam SFAC No. 1 (1978, par. 17-23), yaitu :

- a. Lebih banyak menyajikan informasi keuangan, tidak mengungkapkan informasi non keuangan.
- b. Informasi disediakan lebih memusatkan pada perusahaan sebagai individu, tidak menyajikan informasi mengenai industri dan perekonomian secara keseluruhan.
- c. Informasi lebih banyak dihasilkan dari taksiran.
- d. Informasi terbatas pada informasi masa lalu.
- e. Hanya salah satu sumber informasi bagi investor.
- f. Ada biaya untuk menggunakan dan menyajikan informasi akuntansi.

Sumber Informasi Saham di Pasar Modal

Informasi memiliki peranan penting bagi investor dalam pengambilan keputusan untuk melakukan suatu investasi di pasar modal. Menurut Jones (1996, hal. 600) sumber informasi yang digunakan oleh investor terdiri dari :

1. Newspaper
2. Magazine
3. Corporate Reports
4. Brokage firms
5. Investment information services

Efisiensi Pasar Modal

Pendapat yang dikemukakan oleh Blake (1990, hal. 243) efisiensi pasar dapat dibedakan dalam tiga konsep yaitu : secara alokatif, operasional dan informasional. Pasar dikatakan efisien secara sempurna jika secara simultan efisien secara alokasi, operasional dan informasional. (Blake, [1990,hal 243]).

Suatu pasar modal dikatakan efisien bila memenuhi beberapa syarat. Jones mengemukakan beberapa syarat sebagai berikut :

- a. Terdapat sejumlah besar pemodal rasional, se-

bagai *price takers*, yang secara aktif berpartisipasi dalam menganalisis, menilai, dan memperdagangkan saham.

- b. Informasi dapat diperoleh dengan murah (*costless*) dan tersedia secara luas bagi para partisipan pasar dalam waktu yang hampir bersamaan.
- c. Informasi disebarluaskan secara acak.
- d. Pemodal bereaksi secara cepat dan akurat terhadap informasi baru, sehingga harga saham juga bereaksi secara cepat dan akurat. (Jones[1996, hal 270])

Foster (1986, hal. 301-303) mengemukakan beberapa faktor yang diduga mampu mempengaruhi efisiensi pasar modal, serta karakteristik dari konsep pasar modal efisien. Efisiensi pasar modal diduga akan dipengaruhi oleh faktor-faktor berikut :

- Tingkat persaingan antar analis sekuritas di pasar modal.
- Jumlah analisis yang melakukan penilaian terhadap sekuritas-sekuritas di pasar modal.
- Kuantitas dan kualitas informasi yang diterbitkan oleh emiten.

Bentuk Pasar Modal Yang Efisien

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Jones (2013, hal. 269) menyebutkan definisi pasar modal efisien adalah pasar di mana harga semua sekuritas dengan cepat dan sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia tentang aset. Dari definisi tersebut mengandung 3 inti pengertian, yaitu : *fully reflect* berarti bahwa harga sekarang suatu saham berkaitan dengan seluruh informasi yang diketahui di dalam harga, termasuk bukan hanya informasi masa lalu tetapi juga informasi sekarang beserta kejadian-kejadian yang sudah diumumkan, namun masih transparan, *quickly and accurately*. Para pemodal akan menerima informasi yang akurat dalam waktu secepat mungkin melalui media informasi apa saja, contohnya di Amerika Serikat informasi penting akan diterima oleh para pemodal paling satu hari setelah tanggal pengumuman. *Accurately* tidak berarti bahwa penyesuaian harga harus sempurna, melainkan tidak bias artinya nilai yang diharapkan dari kekeliruan penyesuaian (*adjustment error*) adalah nol. Konsep ini tidak mengharuskan terjadi harga keseimbangan baru (*new equilibrium price*) melainkan hanya suatu estimasi yang tidak bias mengenai harga keseimbangan baru setelah para pemodal memasukkan seluruh informasi tersebut ke dalam analisis mereka.

Berdasarkan informasi yang tersedia pada suatu pasar modal tingkat efisiensi pasar modal dapat dibagi dalam 3 bentuk, yaitu : bentuk lemah (*weak form efficiency*), bentuk setengah kuat (*semi-strong*

form efficiency), dan bentuk kuat (*strong form efficiency*). Pengurutan tingkat efisiensi pasar modal tersebut dilakukan berdasarkan sifat informasi yang dibagi dalam informasi masa lampau, informasi yang dipublikasikan, dan informasi yang belum dipublikasikan (*inside trading*).

Weak Form Efficiency (Efisiensi Bentuk Lemah)

Suatu pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk lemah bila harga pasar saham dalam pasar modal tersebut merefleksikan secara penuh semua informasi harga di masa lalu. Dalam pasar modal yang efisien bentuk lemah, para pemodal tidak akan mampu memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan *trading rules* berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu. Keadaan ini disebut sebagai pola harga masa lalu, dikarenakan harga saham bersifat acak. Penelitian tentang random walk menunjukkan bahwa sebagian besar pasar modal di negara berkembang masih berada pada bentuk lemah.

Jenis informasi yang digunakan sebagai dasar penilai efisiensi bentuk lemah adalah rangkaian perubahan harga historis sekuritas. Jadi pengujian bentuk lemah berusaha mengetahui apakah semua informasi yang terkandung dalam harga historis sekuritas, tercermin seluruhnya dalam harga sekuritas saat ini.

Semi-strong Form Efficiency (Efisiensi Bentuk Setengah Kuat)

Suatu pasar modal dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat bila harga pasar saham dalam pasar modal tersebut mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu dan mencerminkan secara cepat dan penuh semua informasi publik yang tersedia. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi setengah kuat. Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*. Para peneliti telah menguji keadaan ini dengan melihat peristiwa-peristiwa tertentu seperti, penerbitan saham baru, pengumuman laba dan deviden, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, merger, dan pemecahan saham. Kebanyakan informasi-informasi ini dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham. Studi mengenai pengujian bentuk setengah kuat, hampir kebanyakan menunjukkan bahwa reaksi pasar terjadi sebelum informasi diumumkan kepada publik, investor akan bereaksi positif apabila informasi yang akan diumumkan merupakan suatu berita baik berdasarkan sumber informasi yang diperolehnya selain laporan perusahaan seperti *stock brokers reports*.

Berbeda dengan pengujian bentuk lemah, maka pengujian bentuk setengah kuat akan menguji apakah informasi-informasi yang tersedia bagi publik lainnya (selain harga historis sekuritas), juga tercermin dalam harga sekuritas saat ini. Jadi pen-

gujian bentuk setengah kuat akan dikaitkan dengan semua informasi publik yang ada.

Strong Form Efficiency (Efisiensi Bentuk Kuat)

Bentuk efisiensi yang kuat menyatakan bahwa tidak ada satupun informasi yang tersedia baik bagi publik maupun privat yang mengizinkan para pemodal untuk meraih keuntungan yang tidak normal secara konsisten. Bentuk ini menyatakan bahwa harga saham akan melakukan penyesuaian secara cepat terhadap informasi apapun, bahkan informasi yang tidak tersedia bagi semua pemodal (informasi privat) dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian.

Dalam keadaan semacam ini di pasar modal harga saham selalu wajar dan tidak investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham. Kebanyakan pengujian dalam bentuk ini dilakukan terhadap prestasi berbagai portfolio yang dikelola secara profesional. Studi-studi ini menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan perbedaan risiko, tidak ada suatu lembaga-pun yang mampu mengungguli pasar secara konsisten dan bahkan perbedaan prestasi masing-masing portfolio tidaklah lebih besar dari apa yang kita harapkan secara kebetulan. Bentuk efisiensi yang kuat bersifat agak ekstrim sehingga belum diterima secara menyeluruh.

Pengujian bentuk kuat berusaha mengetahui apakah semua informasi yang ada, baik yang sudah dipublikasikan maupun yang belum (*private information*), tercermin dalam harga sekuritas saat ini.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini dirancang sebagai suatu penelitian empirik dengan menggunakan *event study*. Untuk dapat mengetahui reaksi pasar modal dalam hal ini : apakah terdapat abnormal return dan abnormal volume yang dihasilkan sehubungan dengan publikasi laporan keuangan tersebut, maka dalam penelitian ini digunakan periode estimasi selama 110 hari perdagangan dan jendela peristiwa selama 21 hari yang terdiri dari : -10 hari untuk mengetahui ada tidaknya kebocoran informasi, 0 hari untuk mengetahui reaksi pasar pada tanggal publikasi laporan keuangan dan 10 hari untuk mengetahui kecepatan reaksi pasar dengan adanya publikasi laporan keuangan.

Pengumpulan data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham harian, indeks harga saham gabungan harian, tanggal publikasi/pengumuman laporan keuangan tahunan di surat kabar, dan daftar kurs efek. Data tersebut dikumpulkan untuk 43 saham yang terpilih sebagai sampel. Data harga saham harian, indeks harga saham ,dan volume

perdagangan saham harian yang diperoleh melalui akses internet pada website idx www.idx.co.id. Tanggal publikasi/pengumuman laporan keuangan tahunan perusahaan sampel diperoleh dengan dokumentasi langsung dari arsip-arsip di Bursa Efek Indonesia.

Pengolahan data semuanya dilakukan dengan menggunakan fasilitas statistik yang ada pada perangkat lunak Microsoft Excel. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa :

1. Harga saham harian dari perusahaan publik yang menjadi sampel selama kurun waktu 150 hari disekitar tanggal publikasi laporan keuangan.
2. Indeks harga saham gabungan harian selama kurun waktu 150 hari disekitar tanggal publikasi laporan keuangan.
3. Jumlah saham biasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari setiap perusahaan yang terpilih menjadi sampel
4. Jumlah keseluruhan saham biasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
5. Tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan dari perusahaan sampel. Terdapat dua tanggal pengumuman yaitu pengumuman di media massa dan di lantai bursa. Tanggal yang dipakai adalah tanggal tercepat di antara kedua sumber tersebut.

Populasi dan Sampling

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan go public di Indonesia yang tercatat dan telah menawarkan sahamnya melalui Bursa Efek Indonesia. Penentuan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *judgement sampling* dipilih saham-saham dengan cara bertahap :

1. Sampel diambil dari perusahaan yang telah terdaftar di BEI dan sahamnya aktif diperdagangkan di bursa selama tahun 2016 dengan memakai data dari LQ 45.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan interim di BEI melalui media massa pada tahun 2016.
3. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak melakukan kebijakan pemecahan lembar sahamnya (*stock split*) selama periode yang diamati yaitu 150 hari.

Metode Analisis Data.

Data yang telah terkumpul kemudian diolah dengan tahapan pengolahan sebagai berikut :

1. Menghitung return saham harian individual :

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

1. Dimana:

2. R_{it} = return saham masing-masing perusahaan pada t
3. P_{it} = harga saham masing-masing perusahaan pada t
4. P_{it-1} = harga saham masing masing perusahaan pada t₁

2. Menghitung return pasar harian :

$$R_{mt} = (IHSg_t - IHSg_{t-1}) / IHSg_{t-1}$$

Dimana:

 R_{mt} = return pasar $IHSg_t$ = indeks harga saham gabungan pada t $IHSg_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada t-13. Meregresikan return saham terhadap return pasar dengan menggunakan *Ordinary Least Square* dengan persamaan sebagai berikut :

$$R_{ij} = a_i + b_i R_{mj} + e_{it}$$

Dimana:

 R_{ij} : return realisasi saham i pada periode estimasi ke α_i : intercept untuk saham i β_i : koefisien slope yang merupakan beta dari saham i R_{mj} : return indeks pasar pada periode estimasi ke-j e_{it} : kesalahan residu saham i pada periode estimasi ke-j, umumnya diasumsikan sama dengan nol.

4. Menghitung return ekspektasi pada periode pengamatan

$$E(R_{it}) = a_i + b_i R_{mt}$$

Dimana:

 $E(R_{it})$: return ekspektasi saham i pada periode jendela ke-t. α_i : intercept untuk saham i β_i : koefisien slope yang merupakan beta dari saham i R_{mt} : return indeks pasar pada periode estimasi ke-t

5. Menghitung abnormal return saham dengan persamaan :

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

Dimana:

 A_{it} : abnormal return saham i pada periode t R_{it} : return realisasi saham i pada periode t $E(R_{it})$: return ekspektasi saham i pada periode jendela ke-t

6. Menghitung kesalahan standar dari peramalan untuk periode t

$$S_{ift} = S_{ie} \left\{ 1 + \left(\frac{1}{T} \right) + \frac{(R_{mt} - R_m)^2}{\sum_{j=1}^T (R_{mj} - R_m)^2} \right\}^{\frac{1}{2}}$$

Dimana:

 S_{ift} : kesalahan standar peramalan saham i pada t periode jendela S_{ie} : kesalahan standar estimasi untuk saham i selama periode estimasi T : jumlah hari yang digunakan di dalam persamaan regresi R_{mj} : return indeks pasar untuk periode j di dalam periode estimasi R_{mt} : return indeks pasar untuk periode t di dalam periode jendela R_m : rata-rata return indeks pasar rata selama periode estimasi

7. Return tidak normal standarisasi pada t periode

$$SAR_{it} = A_{it} / S_{ift}$$

Dimana:

 SAR_{it} : standarisasi abnormal return harian saham i pada periode jendela ke t A_{it} : abnormal return saham i pada periode jendela ke-t S_{ift} : kesalahan standar dari estimasi untuk saham i pada t periode jendela

8. Menghitung standarisasi abnormal return saham harian dari seluruh sampel :

$$SAR_{Nt} = \left(\frac{1}{\sqrt{N}} \right) \sum_{i=1}^N SAR_{it}$$

Dimana:

 SAR_{Nt} : abnormal return harian standarisasi untuk seluruh saham pada periode jendela ke t SAR_{it} : abnormal return standarisasi saham i pada periode jendela ke-t N : jumlah saham sampel

9. Menghitung average abnormal return

$$\bar{A}_{it} = \frac{1}{n} \sum A_{it}$$

10. Menghitung cumulative average abnormal return

$$CAAR = \sum_{t=T1}^{T2} \bar{A}_{it}$$

11. Melakukan uji statistik parametrik uji t dan non parametrik uji Z.

4. Hasil Penelitian

Dalam melakukan estimasi digunakan regresi harga saham i pada hari t terhadap indeks harga saham gabungan pada hari t selama periode estimasi, periode estimasi adalah 100 hari sebelum adanya publikasi laporan keuangan interim dalam melakukan estimasi digunakan pendekatan market model sehingga diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 1.

Hasil Regresi Harga Saham Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ tahun 1996- 1997

NO	KODE SAHAM	B	R ²	STANDARD ERROR ADJ.	TSTATISTIC
1	AALI	0.480518	0.138461579	0.026016	1.45293
2	ADHI	0.63056	0.260894696	0.017814	2.808566
3	ADRO	0.795337	0.166626013	0.034246	1.756179
4	AKRA	0.951906	0.310191037	0.022421	3.390856
5	ANTM	0.864219	0.208239008	0.029882	2.212588
6	ASII	1.736361	0.582695042	0.018489	7.451227
7	ASRI	1.254238	0.370251996	0.024025	4.142148
8	BBCA	0.760228	0.693684543	0.006066	10.0086
9	BBNI	1.513487	0.615136506	0.014567	8.108218
10	BBRI	1.662783	0.631341117	0.014662	8.460406
11	BBTN	0.887068	0.4369168	0.015429	5.047874
12	BMRI	1.520669	0.629018383	0.390068	8.408839
13	BMTR	1.043349	0.224893344	0.034513	2.398604
14	BSDE	1.139642	0.470033317	0.016339	5.534172
15	CPIN	1.368515	0.425477383	0.022223	4.886013
16	GGRM	0.82635	0.293924291	0.020517	3.195709
17	ICBP	-0.38953	0.030923288	0.095891	-0.32152
18	INCO	2.040736	0.455233738	0.030474	5.313428
19	INDF	1.180706	0.504090769	0.015406	6.065722
20	INTP	1.454141	0.57416843	0.015831	7.287971
21	JSMR	0.975552	0.496163262	0.012813	5.938846
22	KLBF	1.00147	0.419996342	0.016522	4.809483
23	LPKR	1.012655	0.376038652	0.017913	4.217453
24	LPPF	1.399936	0.454948121	0.021059	5.309224
25	LSIP	0.89396	0.254137109	0.023836	2.730725
26	MNCN	1.531319	0.373062629	0.029077	4.178654
27	MPPA	1.00407	0.293460832	0.025003	3.190195
28	MYRX	0.506635	0.176176179	0.021755	1.859969
29	PGAS	1.245521	0.351923972	0.024388	3.907254
30	PTBA	1.575075	0.459457144	0.025307	5.375838
31	PTPP	0.829491	0.348931941	0.016515	3.869407
32	PWON	1.537824	0.496607447	0.020346	5.945902
33	SCMA	1.181176	0.384310352	0.02169	4.326097
34	SILO	1.009215	0.237787739	0.030941	2.544136
35	SMGR	1.188264	0.531573857	0.014474	6.522078
36	SMRA	1.196282	0.390449466	0.021351	4.40752
37	SRIL	0.870239	0.05776307	0.026835	2.573102
38	SSMS	0.435929	0.206843305	0.015743	2.197093
39	TLKM	1.230607	0.533056302	0.014785	6.547472
40	UNTR	1.270818	0.427059293	0.020543	4.908222
41	UNVR	1.204323	0.555227412	0.013864	6.937721
42	WIKA	0.743413	0.290810259	0.018628	3.158706
43	WSKT	0.528501	0.240602858	0.016139	2.576095

Dari persamaan regresi dalam tabel 1 selanjutnya dapat diketahui tingkat *abnormal return* masing-masing saham perusahaan yang menjadi sampel. Selanjutnya dihitung *normal return* dibandingkan dengan estimasi return saham *Normal return* adalah selisih harga saham yang sesungguhnya sedangkan Estimasi return saham adalah return yang diestimasi dengan menggunakan persamaan regresi. Selisihnya normal return dengan Estimasi return adalah abnormal return.

Dari abnormal return seluruh sampel yaitu 43 saham yang termasuk dalam LQ45 selama dua semester di rata-rata sesuai dengan periode yang diamati untuk dilakukan analisa perhitungan kumu-

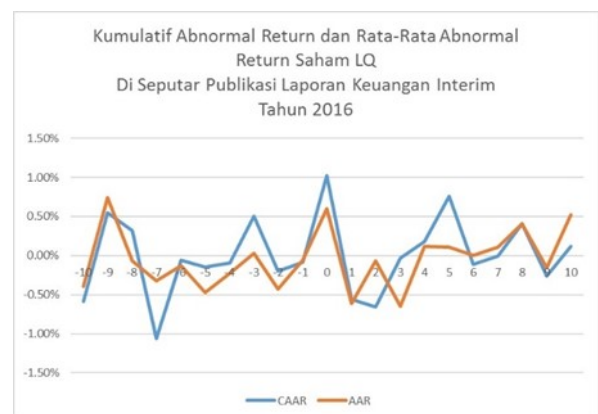
latif abnormal return.

Tabel 2.

Pehitungan AAR, CAAR, SAR_{nt} dan SAR_{it}

Hari ke	AAR	CAAR	SAR _{nt}	SAR _{it}
-10	-0.00394	-0.00583	-1.31948	-8.65239
-9	0.007374	0.005482	2.361352	15.48442
-8	-0.00072	0.003222	-0.2495	-1.63607
-7	-0.00325	-0.01062	-1.4697	-9.63745
-6	-0.00127	-0.00056	-0.5078	-3.32984
-5	-0.00472	-0.00148	-1.36087	-8.92385
-4	-0.00223	-0.00096	0.257044	1.685552
-3	0.000291	0.005015	0.08051	0.527938
-2	-0.00426	-0.00203	-1.40098	-9.18683
-1	-0.00058	-0.00087	-0.41302	-2.70837
0	0.005959	0.010221	1.930817	12.66122
1	-0.00614	-0.00556	-2.38397	-15.6327
2	-0.00064	-0.0066	-0.12535	-0.82198
3	-0.00648	-0.00034	-1.65808	-10.8727
4	0.001169	0.001813	-0.18861	-1.23683
5	0.001117	0.007602	0.620711	4.070277
6	4.87E-05	-0.00112	0.658062	4.315202
7	0.001063	-5.4E-05	0.278935	1.829096
8	0.004089	0.00404	0.777421	5.097888
9	-0.00158	-0.00265	-0.58023	-3.80484
10	0.00522	0.001131	1.736999	11.39026

Dari table di atas diperoleh gambaran bahwa pada hari -10 sampai dengan +10 setelah publikasi laporan keuangan interim. Rata-rata abnormal return selanjutnya di kumulasi dalam CAAR untuk dapat memperoleh gambaran nyata tentang fluktuasi harga saham pada saat sebelum dan setelah publikasi laporan keuangan interim di terbitkan. Dengan perhitungan CAAR tersebut dapat digambarkan dalam grafik di bawah ini :



Gambar 1.

Perubahan rata-rata kumulatif abnormal return saham di seputar publikasi laporan keuangan interim tahun 2016

Karena reaksi tersebut dapat terjadi selama beberapa hari, maka selain rata-rata abnormal return

juga dihitung rata-rata kumulatif abnormal return yang merupakan penjumlahan average abnormal return selama periode jendela. Dengan demikian CAAR menunjukkan total reaksi harga selama periode jendela seperti dalam gambar 1.

Dari gambar 1 tersebut menunjukkan adanya lonjakan reaksi harga pada saat sebelum dipublikasikan laporan keuangan tahunan t_{-1} sepertinya informasi dalam laporan keuangan telah lebih awal diketahui oleh pelaku pasar modal dengan suatu media selain surat kabar. Pada hari t_0 reaksi harga menunjukkan peningkatan sebesar -0.00058 dan pada saat t_0 harga saham meningkat menjadi $0,005959$ setelah t_0 pada hari t_1 menunjukkan adanya penurunan reaksi harga sebesar -0.00614 .

Rata-rata kumulatif abnormal return selama 10 hari sebelum publikasi lebih tinggi daripada rata-rata kumulatif abnormal return selama 10 hari setelah publikasi laporan keuangan interim. Hal ini menunjukkan investor responsif terhadap informasi yang dimuat dalam laporan keuangan dikarenakan informasi yang terkandung didalamnya merupakan suatu berita/informasi yang baru yang diperlukan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal, atau dengan kata lain pasar efisien secara informasi dalam menyerap kandungan informasi dari laporan keuangan interim yang dipublikasikan.

Pengujian Hipotesis Penelitian

Uji t statistik

Pengujian hipotesa menggunakan tes parametrik dan tes non parametrik dengan distribusi t pada taraf nyata $0,05$ dan $0,01$ dua sisi. Tes parametrik berupa uji t sebagai berikut :

$$SAR_{Nt} = \left(\frac{1}{\sqrt{N}} \right) \sum_{i=1}^N SAR_{it}$$

Secara umum, langkah-langkah pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Merumuskan hipotesis nol (H_0) dan Hipotesis alternatif (H_1). Secara statistika, hipotesis tersebut dirumuskan sebagai:

$$H_0 : SARN_t = 0$$

$$H_1 : SARN_t \neq 0$$

Sesuai dengan bentuk rumusan hipotesis di atas, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan distribusi t. Menentukan taraf nyata α , dalam penelitian ini α ditetapkan sebesar 5% Sesuai dengan bentuk rumusan hipotesis di atas, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan distribusi t dengan taraf nyata α sebesar $0,05$ secara dua arah.

Menentukan kriteria penerimaan atau penolakan terhadap H_0 . Secara statistika, kriteria tersebut dirumuskan sebagai berikut :

H_0 ditolak bila $t \text{ tabel}(\alpha, df) < t \text{ hitung} > t \text{ tabel}(\alpha, df)$.

H_0 diterima bila $t \text{ tabel}(\alpha, df) > t \text{ hitung} < t \text{ tabel}(\alpha, df)$ $df = n - 1$ atau $43 - 1 = 42$.

Dalam table 2 selanjutnya nilai rata-rata abnormal return standarisasi ($SARN_t$) kemudian diuji dengan t statistik . Jika t statistik $< t$ tabel maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, dengan derajat kepercayaan 5% uji dua sisi ; $2,021$. Dari tabel diatas nampak pada t_{-1} nilai t statistik lebih signifikan dari pada hari lainnya hal ini diduga pasar modal dalam lebih awal mengantisipasi informasi laporan keuangan tahunan dan pada t_1 pasar bereaksi lebih signifikan dibandingkan 1 hari sebelumnya yaitu t_0 . (tanggal publikasi laporan keuangan interim).

Kesimpulan hipotesis. Berdasarkan data pada tabel 2 semua nilai $SARN_t$ selama 21 hari yang diamati, berada pada rentang nilai antara $-t(\alpha/2 : df)$ yaitu $-2,021$ sampai dengan $t(\alpha/2 : df)$ yaitu $2,0201$. Gambaran ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Uji Z statistik

Uji non parametrik menggunakan uji tanda (*test sign*). Untuk pengujian tanda dilakukan dengan menggunakan perhitungan Z hitung menurut Pamela P (1989) dengan asumsi peluang proporsi positif dan negatif abnormal return/volume adalah sama yaitu $0,5$, dengan rumus sebagai berikut :

$$Z_{\text{hitung}} = \frac{(p - 0,5)}{\sqrt{\frac{0,25}{N}}}$$

Dimana:

p : proporsi positif abnormal return saham nyata

N : jumlah sekuritas yang diobservasi

Langkah-langkah pengujian hipotesis dengan uji Z statistik dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Merumuskan hipotesis nol (H_0) dan Hipotesis alternatif (H_A). Secara statistika, hipotesis tersebut dirumuskan sebagai:

$$H_0 : AAR_t = 0$$

$$H_A : AAR_t \neq 0$$

Sesuai dengan bentuk rumusan hipotesis di atas, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan distribusi Z.

Menentukan taraf nyata α , dalam penelitian ini α ditetapkan sebesar 5% Sesuai dengan bentuk rumusan hipotesis di atas, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan distribusi Z dengan taraf nyata α sebesar $0,05$ secara dua arah.

Tabel 3.
Pehitungan Z hitung untuk AAR positif

Hari ke	Proporsi +	Proporsi Observasi	Proporsi Asumsi	Z hitung	Z Table 5%	Z Table 1%	Kesimpulan
-10	15	0.348837	0.5	-0.0070308	0.025	0.005	Ho diterima
-9	29	0.674419	0.5	0.00811249	0.025	0.005	Ho diterima
-8	20	0.465116	0.5	-0.0016225	0.025	0.005	Ho diterima
-7	15	0.348837	0.5	-0.0070308	0.025	0.005	Ho diterima
-6	17	0.395349	0.5	-0.0048675	0.025	0.005	Ho diterima
-5	17	0.395349	0.5	-0.0048675	0.025	0.005	Ho diterima
-4	24	0.55814	0.5	0.00270416	0.025	0.005	Ho diterima
-3	26	0.604651	0.5	0.0048675	0.025	0.005	Ho diterima
-2	16	0.372093	0.5	-0.0059492	0.025	0.005	Ho diterima
-1	17	0.395349	0.5	-0.0048675	0.025	0.005	Ho diterima
0	28	0.651163	0.5	0.00703083	0.025	0.005	Ho diterima
1	13	0.302326	0.5	-0.0091942	0.025	0.005	Ho diterima
2	23	0.534884	0.5	0.0016225	0.025	0.005	Ho diterima
3	18	0.418605	0.5	-0.0037858	0.025	0.005	Ho diterima
4	19	0.44186	0.5	-0.0027042	0.025	0.005	Ho diterima
5	21	0.488372	0.5	-0.0005408	0.025	0.005	Ho diterima
6	15	0.348837	0.5	-0.0070308	0.025	0.005	Ho diterima
7	23	0.534884	0.5	0.0016225	0.025	0.005	Ho diterima
8	20	0.465116	0.5	-0.0016225	0.025	0.005	Ho diterima
9	18	0.418605	0.5	-0.0037858	0.025	0.005	Ho diterima
10	23	0.534884	0.5	0.0016225	0.025	0.005	Ho diterima

Menentukan kriteria penerimaan atau penolakan terhadap H_0 . Secara statistika, kriteria tersebut dirumuskan sebagai berikut :

H_0 ditolak bila $Z \text{ tabel}(a/2) < Z \text{ hitung} > Z \text{ tabel}(a/2)$

H_0 diterima bila $Z \text{ tabel}(a/2) > Z \text{ hitung} < Z \text{ tabel}(a/2)$

Kesimpulan hipotesis. Berdasarkan data pada tabel 3 semua nilai AAR selama 21 hari yang diamati, berada pada rentang nilai antara $Z(a/2)$ yaitu -1,96 sampai dengan $Z(a/2)$ yaitu 1,96. Gambaran ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak. Yang berarti publikasi laporan keuangan tahunan mempengaruhi perubahan harga saham yang terjadi di pasar modal.

5. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Setelah dilakukan analisis atas reaksi harga saham atas publikasi laporan keuangan interim di Jakarta Stock Exchange untuk tahun 2016, dapat ditarik kesimpulan , yaitu :

1. Dengan menggunakan pendekatan *market model* yang digunakan oleh Peterson (1989), Cready dan Mynatt (1991) dan Bamber (1987) dengan menggunakan sampel yang terbatas dapat menggambarkan kondisi pasar modal yang sebenarnya. Sehingga dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta memenuhi kriteria sebagai suatu pasar modal efisien setengah kuat untuk tahun 2016.
2. Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan interim berguna bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia dalam hal ini Jakarta Stock Ex-

change. Adanya reaksi pasar yang berupa lonjakan harga saham dengan adanya publikasi laporan keuangan. Hal ini dikarenakan informasi yang termuat dalam laporan keuangan interim masih dianggap sebagai informasi/berita yang baru di pasar modal.

3. Publikasi laporan keuangan interim melalui media massa, nampaknya berpengaruh di dalam pengambilan keputusan investasi karena sebelum dipublikasikan di media massa para pelaku pasar modal telah menunjukkan reaksi pasar yang positif diduga hal ini selain media massa investor menggunakan juga media lainnya melalui teknologi informasi seperti internet.

Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas ternyata investor bereaksi atas publikasi laporan keuangan. Beberapa saran penulis, mengingat bahwa informasi akuntansi mempengaruhi preferensi investor untuk menyusun dan merubah portfolionya, saran-saran yang ingin diajukan adalah sebagai berikut :

1. Untuk mereka yang berminat melakukan penelitian di bidang keuangan. Hasil penelitian ini bersifat tentatif, oleh karena itu perlu penelitian lebih lanjut untuk mengetahui sejauh mana pasar modal bereaksi terhadap informasi akuntansi, dalam penelitian lebih lanjut perlu pemilihan sampel yang lebih ketat untuk dapat meminimalkan distorsi informasi dalam melihat reaksi pasar atas informasi akuntansi serta meneliti hubungan antara perubahan harga dan perubahan volume perdagangan saham yang diakibatkan oleh adanya publikasi/pengumuman informasi akuntansi.
2. Dalam kondisi pasar modal efisien setengah

kuat, penulis menyarankan kepada peneliti selanjutnya untuk meneliti sumber-sumber informasi yang digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Daftar Referensi

- Abdelsalam, Mahmoud dan Diane Satin, "The Effect of Published Corporate Financial Reports on Stock Trading Volume in Thin Market : A Study of Saudi Arabia," *The International Journal of Accounting*, Vol. 26 (1991), hal. 302-313.
- Ball, R. J., dan P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn 1968), hal. 159-178.
- Ball, Ray dan S.P. Kothari, "Security Returns Around Earnings Announcements," *The Accounting Review* 66 (October 1991), hal. 718-738.
- Bamber, Linda Smith, "The information Content of Annual Earning Release : A Trading Volume Approach," *Journal of Accounting Research*, (Spring 1986), hal 40-55.
- Basu, Sudipta, "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings," *Journal of Accounting and Economics* 24 (1997), hal. 3-37.
- Beaver, William H, "Market Efficiency," *The Accounting Review* (January 1981), hal. 23-37.
- Beaver, William H, Mary Lea McAnally, dan Christopher H. Stinson., "The Information contents of earnings and prices : A simultaneous equation approach," *Journal of Accounting and Economics* 23 (1997), hal.53-81.
- Beza, Berhanu, *The Information Content of Annual Earning Announcement : A Trading Volume Approach*, Tesis S-2, Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1997.
- Blake, David, *Financial Market Analysis*, Singapore: Mc Graw Hill Book Co., 1990.
- Brown, Philip, "The impact of the annual net profit report on the stock market," *The Australian Accountant* (July 1970), hal. 277-283.
- Brown, S.J., dan J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics* 14 (1985), hal 3-31.
- Cready, William M., dan Patricia G. Mynatt, "The Information Content of Annual Reports : A Price and Trading Response Analysis," *The Accounting Review* 66 (April 1991), hal. 291-312.
- Demski, Joel S., dan Gerald A. Feltham, "Market response to financial reports," *Journal of Accounting and Economics* 17 (1994), hal. 3-40.
- FASB, *Statements of Financial Accounting Concepts*, 1978.
- Foster, George, *Financial Statement Analysis*, Second Edition, New Jersey : Prentice-Hall International, Inc., 1986.
- Hartono, Jogiyanto, *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Yogyakarta : BPFE, 1998.
- Hartono, Jogiyanto, "Bias Dari Penggunaan Model di MBAR," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 14 (1999), hal. 28-36.
- Hendriksen, Eldon S. dan Van Breda, Michael F, *Accounting Theory*, fifth edition, Homewood : Richard D. Irwin, Inc., 1992.
- Husnan, Suad, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua, Yogyakarta : UPP AMP YKPN, 1994.
- Husnan, Suad., Mamduh M. Hanafi, dan Amin Wibowo, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan," *Kelola* 11 (1996), hal. 110-125.
- Kim, Oliver dan Verrecchia, Robert E, "Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements," *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn 1991), hal. 302-321.
- Morse, Dale, "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements : A Closer Examination," *Journal of Accounting Research*, 19 (Autumn 1981), hal. 374-383.
- P Jones, Charles, *Investments: Principles and Concepts*, 12th Edition International Student Version, New York : John Wiley & Sons, 2013
- Paton, W.A., dan Littleton, A.C, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association, 1970.
- Peterson, Pamela P, *Event Studies : A Review of Issues and Methodology*, Copyright, University of Nebraska-Lincoln, 1989.
- Pelaporan Emiten dan Perusahaan Publik, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/regulasi/klasifikasi-bapepam/emiten-dan-perusahaan-publik/Pages/pelaporan-emiten-dan-perusahaan-publik.aspx>
- Ro. Byung T, "The Disclosure of Replacement Cost Accounting Data and Its Effect on Transaction Volumes," *The Accounting Review*, Januari 1981, hal. 71-84.
- Rusiti, Christina, *Analisa Perilaku Harga Saham Pasar Modal Di Indonesia, Periode 1986 – 1989 Dengan Pendekatan Hipotesis Pasar Modal Efisien*, Tesis S-2, Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1990.
- Santoso, Singgih, *Aplikasi Excel dalam Statistik Bisnis*, Jakarta : PT Elex Media Komputindo, 1998.
- Setiawati, Lilis, *Pengaruh Publikasi Laba terhadap Volume Transaksi Saham di Bursa Efek*, Periode 1993 – 1994, Skripsi S-1,

Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada,
Yogyakarta, 1995.

- Stice, Earl K, "The Market Reaction to 10-K and 10-Q Filings and to Subsequent The Wall Street Journal Earning Announcement," *The Accounting Review*, January 1991, hal. 42-55.
- Sadikin, Dikdik Saleh, *Pengaruh publikasi laporan keuangan tahunan terhadap harga dan volume perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta tahun 1997, 2000* | Tesis | S2 Akuntansi, Universitas Gadjah Mada.
- Scott, William R, *Financial Accounting Theory*, Seventh Edition, New Jersey : Prentice-Hall International, Inc., 2015.
- Schroeder, Richard G., and Myrtle Clark, *Financial accounting theory and analysis : text and cases* , Eleven Edition, New York : John Wiley & Sons, Inc., 2014.
- Watts, Ross L. dan Zimmerman, Jerold L, *Positive Accounting Theory*, New Jersey : Prentice-Hall, Inc., 1986.
- Wonnacott, Ronald J., and Thomas H. Wonnacott, *Introductory Statistics*, Fifth Edition, New York : John Wiley & Sons, 1990.