

REAKSI INVESTOR TERHADAP PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN DI MEDIA MASSA PADA PERUSAHAAN PUBLIK

SHANTI S

STIE Trisakti
cing_cing81@yahoo.com

Abstract: *It is widely known that financial statement provide accounting information helping the investor to evaluate the company financial performance. Company value could be drawn by accounting information in the financial statement. The availability of this information can help the investor to make investment decision. To prove it, this research analyzes and tests the content of the accounting information in financial statement that published in newspapers. The testing for the investment performance could be reflected by the trading volume and the stock price of the companies that listing in BEJ, with total samples 51 companies from 2005 till 2007. First research has objective to analyze the influence of the financial statement published to the trading volume activity. This analysis is for all the samples and clustered by industry. The Result of the analysis during 5 days before and 5 days after the published is only has a significant difference trading volume for basic industry. Second research has objective to analyze the influence of the financial statement published to the excess return. The result of this event window for 11 days around the published date shows that there is a significant difference for stock price for the 2 days periods before the published. The significant level is lower than 0,05, it means reject Ho. In conclusion, the published of the financial statement is significant influence the excess return.*

Keywords: Trading volume activity and excess return.

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran sangat penting dalam mendukung pengembangan ekonomi melalui pembiayaan kegiatan usaha suatu perusahaan. Hal ini dapat dilakukan melalui pemberian kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam pembangunan ekonomi nasional. Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal telah menggariskan bahwa pasar modal mempunyai posisi strategis dalam pembangunan ekonomi nasional.

Dalam melaksanakan fungsi ekonomi, pasar modal merupakan media yang menjadi saluran dana dari pihak yang mengalami surplus dana kepada pihak yang defisit dana. Pasar modal sebagai salah satu alternatif pengalihan dana harus dapat dikembangkan sebaik-baiknya dan penuh kehati-hatian, sehingga dapat menimbulkan rasa percaya yang rasional bagi para penanam modal dan memberikan penghasilan yang tidak kalah menarik dibandingkan dengan pilihan-pilihan lainnya yang tersedia.

Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, investor mengharapkan akan memperoleh imbalan penyertaan dana tersebut. Dari sisi perusahaan yang publik akan tersedianya dana dari pihak luar yang memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Dalam proses ini diharapkan akan terjadinya peningkatan laba usaha, yang akhirnya akan memberikan tingkat pengembalian yang optimal kepada investor.

Adapun daya tarik dari pasar modal pertama, diharapkan pasar modal akan dapat menjadi alternatif penghimpunan dana selain perbankan. Kedua, pasar modal memungkinkan para investor mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi risiko mereka. Dengan semakin terbukanya perekonomian Indonesia terhadap globalisasi dan dengan kesungguhan pemerintah dalam mempersiapkan perkembangan yang lebih besar terhadap pasar modal Indonesia, diharapkan akan memberikan indikasi pasar yang memiliki peluang sangat besar untuk berkembang di masa mendatang (Husnan 2001).

Tujuan dalam melaksanakan investasi di pasar modal adalah untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang optimal. *Return* dalam suatu saham itu sendiri tidak terlepas dari ketidakpastian di masa yang akan datang. Ketidakpastian inilah yang didefinisikan sebagai resiko investasi di pasar modal. Sehingga dengan adanya ketidakpastian ini menyebabkan suatu investasi yang dilakukan kadangkala tidak dapat memperoleh tingkat *return* yang diinginkan. Oleh karena itu, kebutuhan mendasar para investor adalah informasi dalam pengambilan keputusan. Informasi dapat mengurangi keti-

dakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang diambil diharapkan akan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai.

Informasi sudah menjadi kebutuhan bagi para pelaku pasar modal, oleh karenanya para pelaku pasar modal harus dapat mengetahui informasi yang akurat dan benar agar dapat mengambil keputusan yang tepat. Informasi yang terdapat di pasar modal umumnya terbagi dua jenis: informasi pasar dan informasi perusahaan. Informasi pasar adalah informasi yang dapat mempengaruhi harga saham secara keseluruhan terhadap perusahaan-perusahaan *go public* di bursa, contohnya pertumbuhan ekonomi, gejolak politik, krisis mata uang. Sedangkan informasi perusahaan adalah informasi yang mencakup sebuah perusahaan yang dapat mempengaruhi perdagangan saham perusahaan tersebut, contohnya informasi akuntansi.

Informasi akuntansi adalah informasi mengenai kinerja perusahaan tersebut yang dicapai pada suatu periode tertentu. Informasi akuntansi dapat dikatakan sebagai suatu cerminan atas nilai suatu perusahaan, terlebih untuk perusahaan-perusahaan yang telah *go public*. Informasi akuntansi yang dimaksud terdiri dari Neraca, Laporan rugi-laba, Laporan arus kas, dan Laporan perubahan modal. Dengan adanya informasi akuntansi ini, maka para investor dapat mengambil sikap selanjutnya dengan adanya fluktuasi harga saham dan volume saham yang diperdagangkan di bursa saham. Setiap informasi yang diperoleh dapat digunakan sebagai suatu bahan perbandingan bagaimana kinerja suatu perusahaan dengan jenis bidang usaha yang sama atau yang besar kapitalisasinya berimbang.

Adapun Manfaat informasi akuntansi bagi investor telah dipelajari secara empiris melalui hubungan antara data akuntansi yang dipublikasikan dan perubahan harga saham suatu perusahaan (Wolk 2000). Jika terdapat hubungan yang nyata berarti terdapat informasi akuntansi yang bermanfaat bagi nilai perusahaan. Studi ini melalui pengujian yang dikenal sebagai hipotesis efisiensi pasar. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris sejauh mana informasi akuntansi yang terkandung dalam laporan keuangan telah dimanfaatkan oleh para investor dalam pengambilan keputusan investasi saham yang optimal sesuai dengan preferensi masing-masing investor. Untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan volume perdagangan dan *excess return* sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan di media massa.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Reaksi Pasar Terhadap Informasi Akuntansi

Di Indonesia, Penelitian reaksi harga saham terhadap informasi dengan menggunakan pendekatan hipotesis pasar efisien juga dilakukan oleh Rusiti (1990). Informasi yang digunakan adalah data historis dalam bentuk harga saham untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah dan informasi yang dipublikasikan dalam bentuk pengumuman dividen untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Kesimpulan yang diperoleh adalah harga saham merefleksikan dengan cepat dan tepat, baik informasi yang relevan di masa lampau maupun informasi yang dipublikasikan dalam bentuk pengumuman deviden.

Pengujian reaksi pasar dengan menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA) dan *Security Return Variabilty* (SRV) (Husnan 1991). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada hari pengumuman laporan keuangan perdagangan relatif lebih tinggi dibandingkan dengan perdagangan hari-hari biasa, hasil lainnya adalah bahwa perdagangan sebelum dan sesudah laporan keuangan menunjukkan perbedaan.

Sarjono (2000) yang meneliti pengaruh publikasi laporan analisis keuangan terhadap volume perdagangan dengan periode pengamatan 7 hari seputar tanggal publikasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar berupa lonjakan volume transaksi pada periode 7 hari pengamatan seputar tanggal publikasi.

Penelitian berikutnya, Husnan (1994) mengemukakan bahwa kalau kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, harga saham akan meningkat. Dengan kata lain, profitabilitas akan mempengaruhi harga saham. Hal senada pula dikemukakan Usman *et al.* (1997) bahwa para fundamentalis mencoba mempelajari hubungan antara harga saham dan kondisi perusahaan. Argumentasi dasarnya ialah bahwa nilai saham mewakili nilai perusahaan.

Brigham dan Gapenski (1991) mengatakan bahwa pada umumnya tindakan memaksimalkan nilai perusahaan pula akan memaksimalkan harga sahamnya. Dengan demikian, investor sangat berkepentingan dengan laporan keuangan perusahaan, khususnya neraca dan laporan laba-rugi perusahaan (Jones 2006). Neraca menunjukkan aktiva, kewajiban dan modal perusahaan, sedangkan laporan laba-rugi bukan hanya menunjukkan kinerja perusahaan tetapi dapat pula digunakan oleh investor untuk mengestimasi profitabilitas perusahaan di masa datang. Akibatnya publikasi laporan keuangan perusahaan emiten merupakan saat-saat yang ditunggu oleh para investor di bursa saham karena dari laporan keuangan itulah para investor

dapat mengetahui perkembangan emiten, yang digunakan sebagai salah satu pertimbangan untuk membeli atau menjual saham yang dimiliki.

Hipotesa Pasar Efisien

Pasar yang efisien adalah pasar dimana setiap harga sekuritas sama dengan nilai investasi sepanjang tahun, maksudnya setiap sekuritas dijual pada harganya yang wajar sepanjang waktu. Dalam pasar yang ideal, harga akan bereaksi secara seketika dan tidak bias dalam menggambarkan harga yang baru. Sewaktu informasi baru beredar di pasar, persaingan di antara para investor akan menggerakkan harga sekuritas seketika dari satu ekuilibrium ke posisi ekuilibrium lainnya, karena laba dihasilkan dari perubahan harga saham dan arus laba dihasilkan dari reaksi pasar terhadap informasi baru (Jacob *et al.* 1989).

Di pasar modal informasi beredar secara luas sehingga setiap investor mempunyai kesempatan yang sama dalam memperoleh informasi tersebut. Informasi tentang latar belakang perusahaan memuat kebutuhan perspektif untuk mengevaluasi informasi baru tersebut. Surat kabar keuangan dan berita-berita bersaing untuk memberikan informasi baru secepat mungkin sehingga para investor dapat memperoleh berita terbaru dengan cepat dan dengan biaya minimum.

Perbedaan kontroversi yang penting terhadap proses penentuan harga saham, dimana kontroversi itu terfokus pada tingkat perubahan berturut-turut pada harga saham yang independen (Lorie dan Hamilton 1984). Dalam istilah tekniknya, menerbitkan atau tidak menerbitkan harga saham mengikuti *random walk*. Kalau benar begitu maka pengetahuan yang dimiliki tentang harga saham di masa lampau bisa digunakan untuk menjamin ketidaknormalan pada tingkat laba. Hal ini mengarah pada teori pasar efisien dimana harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru.

Brealey dan Myers (2005) membagi beberapa tingkatan efisiensi pasar modal sesuai dengan informasi yang digunakan dalam pengambilan keputusan sebagai berikut (1) Bentuk efisiensi pasar lemah (*Weak-form efficiency market*), harga saham pada saat ini benar-benar menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga saham di masa lalu. Sebagai implikasinya, tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan cara mengembangkan pedoman berlandaskan informasi masa lalu; (2) Bentuk efisiensi setengah kuat (*Semi strong – form efficiency*), harga di pasar saham betul-betul menggambarkan seluruh informasi tidak hanya mencerminkan data harga masa lampau, tetapi juga seluruh informasi yang dipublikasikan. Harga saham cepat bereaksi terhadap berita-berita yang ada seperti pendapatan perusahaan, pengumuman dividen, pemecahan saham,

perkiraan pendapatan perusahaan, perubahan prinsip akuntansi, merger, penggantian manajemen, akuisisi dan lain-lain. Informasi ini cepat bereaksi dan akurat dalam menetapkan harga saham. Pada kenyataannya, tidak seluruh hasil penelitian menunjukkan bahwa bursa saham di Amerika Serikat memenuhi bentuk ini, sebagai akibatnya tidak ada investor yang dapat memperoleh abnormal return dengan hanya menggunakan sumber informasi yang dipublikasikan maupun harga-harga di masa lalu; (3) Bentuk efisien yang kuat (*Strong-form efficiency*), harga di pasar saham mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan dan seluruh informasi yang dapat dilakukan melalui analisa fundamental atau secara ekonomis. Kondisi ini dapat dibagi menjadi dua, yaitu *near-strong form* dan *super-strong form* benar-benar menyangkut monopoli informasi orang dalam (*insider*) yang menguasai pasar. Pengujian atas *near-strong form* dan *super-strong form* sangat beragam hasilnya, dan merupakan suatu hipotesis ekstrim yang tidak diharapkan terjadi.

Event Study Terhadap Efisiensi Pasar Setengah Kuat

Reilly (2005) melakukan penelitian untuk membuktikan hipotesa efisiensi pasar setengah kuat. Penelitiannya yaitu pergerakan harga selama pengumuman penting kepada publik menjadi ukuran waktu dan penyesuaian harga, apakah harga saham berubah pada sebelum, saat kejadian, atau setelah pengumuman dilakukan. Hipotesa efisiensi pasar menyatakan secara tidak langsung bahwa harga akan berubah pada saat sebelum atau pada saat pengumuman.

Banyak penelitian yang menganalisa dampak atas pengumuman perubahan akuntansi terhadap harga saham. Dalam pasar efisien harga saham akan bereaksi cepat dan dapat diramalkan terhadap pengumuman perubahan akuntansi. Perubahan akuntansi yang akan mempengaruhi nilai ekonomis perusahaan akan mengakibatkan perubahan yang cepat terhadap harga saham. Penelitian terhadap laporan laba tahunan menunjukkan bahwa pasar saham bereaksi sesuai dengan yang efisiensi pasar harapkan terhadap laporan laba abnormal yang positif atau negatif, tapi reaksi berlangsung selama tahun berjalan, tidak pada saat nilai laba akhir tersedia.

Rerangka Pemikiran

Pasar modal adalah suatu sistem yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan-perusahaan publik sehubungan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berhubungan dengan efek yang berjangka waktu lebih dari satu tahun. Hal ini sehubungan dengan adanya kebutuhan dana dari perusahaan penerbit efek. Dalam pasar modal seringkali terjadi perubahan harga atas efek-efek yang

diperdagangkan yang dipengaruhi perilaku pasar yang berubah-ubah sejalan dengan waktu dan informasi yang diterima oleh para investor sebagai pelaku pasar.

Adapun informasi yang cukup layak dipertimbangkan untuk dianalisa guna mengetahui reaksi pasar adalah laporan keuangan. Laporan keuangan disusun dengan tujuan untuk menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja dan perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan yang disusun untuk tujuan ini diharapkan memenuhi kebutuhan bersama sebagian besar pemakai. Informasi atas kinerja perusahaan terutama profitabilitas diperlukan untuk menilai perubahan potensi sumber daya ekonomi yang mungkin dapat dikendalikan dimasa depan. Informasi atas fluktuasi kinerja bermanfaat untuk menghasilkan arus kas dari sumber daya yang ada dan perumusan pertimbangan mengenai keefektifan perusahaan dalam memanfaatkan tambahan sumber daya. Informasi posisi keuangan disediakan terutama dalam neraca, sedangkan informasi kinerja disediakan dalam laporan laba-rugi dan informasi perubahan posisi keuangan disajikan dalam laporan tersediri. Jadi, laporan keuangan merupakan alat bantu bagi para pelaku pasar guna mengambil keputusan atas investasinya pada suatu efek yang bersangkutan.

Menurut beberapa ahli yang telah lebih dulu melakukan *event study*, bahwa publikasi laporan keuangan mempunyai pengaruh yang cukup besar atas perubahan harga dan volume transaksi pada saat menjelang pengumuman dan saat sesudah publikasi laporan keuangan. Menurut para ahli, publikasi laporan keuangan harus dilakukan tepat waktu karena keterlambatan akan publikasi laporan keuangan tersebut kurang informatif yang menyebabkan hasil penelitian yang kurang akurat.

Akan tetapi perlu disadari pula bahwa, perubahan harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh laporan keuangan karena ada juga beberapa informasi yang tidak dapat diterjemahkan dalam laporan keuangan yang juga dapat mempengaruhi harga dan volume transaksi saham. Misalnya saja informasi mengenai nilai tukar uang dalam negeri yang merosot, stabilitas politik yang terganggu, kebijakan pemerintah mengenai tingkat suku bunga, pergantian manajemen tingkat atas.

Cepat lambatnya reaksi pasar dalam menanggapi pengumuman laba ini dapat menjadi ukuran atas tingkat efisiensi suatu pasar. Menurut konsep *efficiency market hypothesis*, semakin efisien suatu pasar maka semakin cepat pula informasi tersebut terefleksi dalam harga saham. Suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat apabila harga saham menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru yang relevan.

Berdasarkan kondisi yang ada, maka penelitian ini dilakukan guna mengetahui apakah publikasi laporan keuangan di media massa akan menimbulkan reaksi pasar terhadap harga saham dan volume perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia. Penelitian *event study* ini, melakukan pengamatan atas pergerakan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal pada saat sebelum dan setelah publikasi laporan keuangan atas beberapa perusahaan di BEI. Untuk menjawab permasalahan yang telah dirumuskan digunakan hipotesis sebagai berikut:

- H₁ Terdapat perbedaan antara volume perdagangan saham sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan di media massa.
H₂ Publikasi laporan keuangan di media massa berpengaruh terhadap *excess return*.

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Sampel diambil dengan menggunakan *Purposive sampling* artinya populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah yang memenuhi kriteria tertentu sesuai dengan penelitian, kemudian dipilih berdasarkan pertimbangan tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun perusahaan yang masuk dalam sampel memenuhi kriteria sebagai berikut (1) perusahaan-perusahaan publik yang telah tercatat di BEI minimal sejak tahun 2000, (2) saham perusahaan yang masuk dalam kriteria *50 Most Active Stocks by Trading Volume, Trading Value, atau Trading Frequency* periode tahun 2005 sampai dengan tahun 2007, (3) perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kriteria *50 Most Active Stocks* yang mana juga terus menerus mengeluarkan laporan keuangan tahunan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2007, (4) perusahaan melakukan publikasi laporan keuangan tahunan di media massa dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007. Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel untuk penelitian ini adalah sebanyak 51 perusahaan selama 3 tahun penelitian yang akan disebutkan pada tabel di bawah ini:

Tabel 1 Daftar Sampel Perusahaan dan Tanggal Publikasi di Media Massa

No	Nama Perusahaan	Kode	Industry	listing	Tanggal Publikasi
1	PT Adhi Karya	ADHI	property	18/3/04	02/28/05
2	PT Adhi Karya	ADHI	property		03/31/06
3	PT Adhi Karya	ADHI	property		03/27/07
4	PT AGIS	TMPI	trade &service	26/1/95	03/31/05
5	PT AGIS	TMPI	trade &service		04/03/06
6	PT AGIS	TMPI	trade &service		04/05/07
7	PT Aneka Tambang	ANTM	mining	27/11/97	03/31/05
8	PT Aneka Tambang	ANTM	mining		03/24/06
9	PT Aneka Tambang	ANTM	mining		03/26/07
10	PT Apexindo Pratama Duta	APEX	mining	10/07/02	03/31/05
11	PT Apexindo Pratama Duta	APEX	mining		04/03/06
12	PT Apexindo Pratama Duta	APEX	mining		04/01/07
13	PT Astra Agro Lestari	AALI	agriculture	09/12/97	03/21/05
14	PT Astra Agro Lestari	AALI	agriculture		03/21/06
15	PT Astra Agro Lestari	AALI	agriculture		02/28/07
16	PT Astra Graphia	ASGR	trade &service	25/11/89	03/21/05
17	PT Astra Graphia	ASGR	trade &service		03/24/06
18	PT Astra Graphia	ASGR	trade &service		02/27/07
19	PT Astra Internasional	ASII	miscellanenous	04/04/90	03/21/05
20	PT Astra Internasional	ASII	miscellanenous		03/24/06
21	PT Astra Internasional	ASII	miscellanenous		03/01/07
22	PT Bakrie & Brothers	BNBR	trade & service	28/8/89	03/31/05
23	PT Bakrie & Brothers	BNBR	trade & service		03/29/06
24	PT Bakrie & Brothers	BNBR	trade & service		04/01/07
25	PT Bakrie Sumatra Plantations	UNSP	agriculture	06/03/90	03/31/05
26	PT Bakrie Sumatra Plantations	UNSP	agriculture		03/29/06
27	PT Bakrie Sumatra Plantations	UNSP	agriculture		03/30/07
28	PT Bakrieland Development	ELTY	property	30/10/95	03/29/05
29	PT Bakrieland Development	ELTY	property		03/20/06
30	PT Bakrieland Development	ELTY	property		03/14/07
31	PT Bank Central Asia	BBCA	banking		03/14/06
32	PT Bank Central Asia	BBCA	banking	31/5/00	03/23/05
33	PT Bank Central Asia	BBCA	banking		03/22/07
34	PT Bank Danamon Indonesia	BDMN	banking	06/12/89	02/18/05
35	PT Bank Danamon Indonesia	BDMN	banking		03/10/06
36	PT Bank Danamon Indonesia	BDMN	banking		02/13/07
37	PT Bank International Indonesia	BNII	banking	21/11/89	02/18/05
38	PT Bank International Indonesia	BNII	banking		03/03/06
39	PT Bank International Indonesia	BNII	banking		02/23/07

No	Nama Perusahaan	Kode	Industry	listing	Tanggal Publikasi
40	PT Bank Lippo	LPBN	banking	10/11/89	02/07/05
41	PT Bank Lippo	LPBN	banking		03/16/06
42	PT Bank Lippo	LPBN	banking		03/15/07
43	PT Bank Mandiri	BMRI	banking	14/7/03	03/04/05
44	PT Bank Mandiri	BMRI	banking		03/22/06
45	PT Bank Mandiri	BMRI	banking		03/09/07
46	PT Bank Niaga	BNGA	banking	29/11/89	02/15/05
47	PT Bank Niaga	BNGA	banking		02/24/06
48	PT Bank Niaga	BNGA	banking		02/27/07
49	PT Bank Permata	BNLI	banking	15/1/90	02/07/05
50	PT Bank Permata	BNLI	banking		03/29/06
51	PT Bank Permata	BNLI	banking		02/27/07
52	PT Barito Pacific Timber	BRPT	basic & chemical	01/10/93	04/07/05
53	PT Barito Pacific Timber	BRPT	basic & chemical		03/31/06
54	PT Barito Pacific Timber	BRPT	basic & chemical		04/02/07
55	PT Berlian Laju Tanker	BLTA	utilities&trasport	26/3/90	03/31/05
56	PT Berlian Laju Tanker	BLTA	utilities&trasport		03/31/06
57	PT Berlian Laju Tanker	BLTA	utilities&trasport		04/01/07
58	PT Bhakti Investama	BHIT	finance	24/11/97	04/04/05
59	PT Bhakti Investama	BHIT	finance		04/06/06
60	PT Bhakti Investama	BHIT	finance		03/15/07
61	PT Bhuwanatala Indah Permai	BIPP	property	23/10/95	03/31/05
62	PT Bhuwanatala Indah Permai	BIPP	property		03/31/06
63	PT Bhuwanatala Indah Permai	BIPP	property		03/30/07
64	PT Bumi Resources	BUMI	mining	30/7/90	04/27/05
65	PT Bumi Resources	BUMI	mining		04/04/06
66	PT Bumi Resources	BUMI	mining		04/01/07
67	PT Central Korporindo Internasional	CNKO	mining	21/11/2001	03/31/05
68	PT Central Korporindo Internasional	CNKO	mining		03/29/06
69	PT Central Korporindo Internasional	CNKO	mining		04/01/07
70	PT Ciputra Development	CTRA	property	28/3/94	03/31/05
71	PT Ciputra Development	CTRA	property		03/31/06
72	PT Ciputra Development	CTRA	property		03/30/07
73	PT Ciputra Surya	CTRS	property	15/1/99	03/31/05
74	PT Ciputra Surya	CTRS	property		03/31/06
75	PT Ciputra Surya	CTRS	property		03/30/07
76	PT Citra Marga Nusaphala Persada	CMNP	utilities&trasport	10/01/95	03/23/05
77	PT Citra Marga Nusaphala Persada	CMNP	utilities&trasport		03/29/06
78	PT Citra Marga Nusaphala Persada	CMNP	utilities&trasport		03/30/07
79	PT Dharmala Initialand	DILD	property	04/09/91	03/31/05
80	PT Dharmala Initialand	DILD	property		05/10/06

No	Nama Perusahaan	Kode	Industry	listing	Tanggal Publikasi
81	PT Dharmala Initialand	DILD	property		05/01/07
82	PT HM Sampoerna	HMSP	consumer	15/8/90	03/28/05
83	PT HM Sampoerna	HMSP	consumer		03/27/06
84	PT HM Sampoerna	HMSP	consumer		03/28/07
85	PT Indofood Sukses Makmur	INDF	consumer	17/1/94	03/05/05
86	PT Indofood Sukses Makmur	INDF	consumer		03/29/06
87	PT Indofood Sukses Makmur	INDF	consumer		03/23/07
88	PT Indosat	ISAT	utilities&trasport	19/10/94	03/29/05
89	PT Indosat	ISAT	utilities&trasport		03/28/06
90	PT Indosat	ISAT	utilities&trasport		03/26/07
91	PT Kalbe Farma	KLBF	consumer	30/7/91	04/01/05
92	PT Kalbe Farma	KLBF	consumer		03/31/06
93	PT Kalbe Farma	KLBF	consumer		04/01/07
94	PT Kawasan Industri Jababeka	KIJA	property	10/01/95	03/31/05
95	PT Kawasan Industri Jababeka	KIJA	property		03/24/06
96	PT Kawasan Industri Jababeka	KIJA	property		03/31/07
97	PT Lippo Karawaci	LPKR	property	28/6/96	03/30/05
98	PT Lippo Karawaci	LPKR	property		04/03/06
99	PT Lippo Karawaci	LPKR	property		03/27/07
100	PT Mas Murni Indonesia	MAMI	property	09/02/94	04/29/05
101	PT Mas Murni Indonesia	MAMI	property		03/29/06
102	PT Mas Murni Indonesia	MAMI	property		04/27/07
103	PT Medco Energi International	MEDC	mining	12/10/94	05/02/05
104	PT Medco Energi International	MEDC	mining		04/03/06
105	PT Medco Energi International	MEDC	mining		04/19/07
106	PT Metrodata Electronics	MTDL	trade &service	09/04/90	03/31/05
107	PT Metrodata Electronics	MTDL	trade &service		03/29/06
108	PT Metrodata Electronics	MTDL	trade &service		04/01/07
109	PT Multipolar	MLPL	trade &service	06/11/89	03/31/05
110	PT Multipolar	MLPL	trade &service		03/24/06
111	PT Multipolar	MLPL	trade &service		04/01/07
112	PT Palm Asia Corpora	PLAS	trade &service	16/3/01	03/31/05
113	PT Palm Asia Corpora	PLAS	trade &service		03/31/06
114	PT Palm Asia Corpora	PLAS	trade &service		04/01/07
115	PT Panin Life	PNLF	insurance	14/6/83	03/31/05
116	PT Panin Life	PNLF	insurance		03/31/06
117	PT Panin Life	PNLF	insurance		04/01/07
118	PT Perusahaan Gas Negara (Persero)	PGAS	mining	15/12/03	03/31/05
119	PT Perusahaan Gas Negara (Persero)	PGAS	mining		03/28/06
120	PT Perusahaan Gas Negara (Persero)	PGAS	mining		04/01/07
121	PT Polychem Indonesia	ADMG	micellaneous	20/10/93	03/30/05
122	PT Polychem Indonesia	ADMG	micellaneous		03/31/06

No	Nama Perusahaan	Kode	Industry	listing	Tanggal Publikasi
123	PT Polychem Indonesia	ADMG	micellaneous		04/01/07
124	PT Ramayana lestari Sentosa	RALS	trade &service	24/7/96	03/31/05
125	PT Ramayana lestari Sentosa	RALS	trade &service		03/31/06
126	PT Ramayana lestari Sentosa	RALS	trade &service		04/01/07
127	PT Semen Cibinong	SMCB	basic & chemical	10/08/77	03/15/05
128	PT Semen Cibinong	SMCB	basic & chemical		03/14/06
129	PT Semen Cibinong	SMCB	basic & chemical		03/16/07
130	PT Semen Gresik	SMGR	basic & chemical	08/07/91	03/31/05
131	PT Semen Gresik	SMGR	basic & chemical		04/28/06
132	PT Semen Gresik	SMGR	basic & chemical		04/01/07
133	PT Sumalindo Lestari Jaya	SULI	basic & chemical	21/3/94	04/11/05
134	PT Sumalindo Lestari Jaya	SULI	basic & chemical		03/31/06
135	PT Sumalindo Lestari Jaya	SULI	basic & chemical		04/01/07
136	PT Summarecon Agung	SMRA	property	07/05/90	04/28/05
137	PT Summarecon Agung	SMRA	property		03/31/06
138	PT Summarecon Agung	SMRA	property		03/29/07
139	PT Timah	TINS	mining	19/11/95	03/30/05
140	PT Timah	TINS	mining		03/31/06
141	PT Timah	TINS	mining		03/29/07
142	PT Trimegah Securities	TRIM	securities	31/1/00	03/30/05
143	PT Trimegah Securities	TRIM	securities		03/31/06
144	PT Trimegah Securities	TRIM	securities		04/01/07
145	PT Tunas Baru Lampung	TBLA	consumer	14/2/00	03/31/05
146	PT Tunas Baru Lampung	TBLA	consumer		04/06/06
147	PT Tunas Baru Lampung	TBLA	consumer		04/01/07
148	PT Unilever Indonesia	UNVR	consumer	11/01/82	03/15/05
149	PT Unilever Indonesia	UNVR	consumer		03/29/06
150	PT Unilever Indonesia	UNVR	consumer		03/29/07
151	PT United Tractors	UNTR	trade & service	19/9/89	03/21/05
152	PT United Tractors	UNTR	trade & service		03/24/06
153	PT United Tractors	UNTR	trade & service		03/01/07

Menghitung *Average Trading Volume Activity* dan *Excess Return Saham*

Perhitungan Volume Perdagangan Saham (*Average Trading Volume Activity*), pengukuran respon pasar terhadap publikasi laporan keuangan berdasarkan volume perdagangan, diperlukan perhitungan rasio sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\text{Jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah lembar saham yang beredar pada waktu } t}$$

Setelah diketahui rasio TVA setiap harinya untuk masing-masing perusahaan, maka dicari rata-rata TVA untuk periode sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan, dalam hal ini penulis menggunakan ATVA 5 hari sebelum dan 5 hari setelah publikasi laporan keuangan di media massa, dengan rumus sebagai berikut:

$$ATVA = \frac{\sum_{n=i}^n TVA}{n}$$

ΣTVA Jumlah ratio TVA satu periode (sebelum/sesudah), n Jumlah periode hari pengamatan.

Perhitungan *Excess Return* Saham, untuk mengukur respon pasar terhadap publikasi laporan keuangan berdasarkan *excess return* saham, maka terlebih dahulu dicari *return* saham per harinya untuk setiap perusahaan, lalu kemudian dicari *excess return* saham untuk periode 5 hari sebelum sampai dengan 5 hari setelah publikasi laporan keuangan di media massa.

$$Return \text{ saham } (R_i) = \frac{Closing \text{ Price hari } t - Closing \text{ price hari } t-1}{Closing \text{ Price hari } t-1}$$

$$Excess \text{ Return } (ER) = R_i - R_f$$

$$Average \text{ Excess Return} = \frac{\sum_{n=i}^n ER}{n}$$

$\Sigma Excess \text{ Return}$ saham jumlah *return* saham satu periode (sebelum/sesudah), n jumlah periode pengamatan.

HASIL PENELITIAN

Berdasarkan hasil uji normalitas terlihat bahwa *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0.05 hanya terdapat pada ATVA Industri Manufaktur dan Industri dasar. Oleh karena distribusinya yang normal, maka data ATVA kelompok industri manufaktur dan industri dasar menggunakan uji *Paired Sample T-Test*. Kemudian, untuk data ATVA dengan *Asymp. Sig. (2-tailed)* < 0.05 yang mana data berdistribusi tidak normal, akan menggunakan uji *Wilcoxon*.

Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon*, untuk periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah, diperoleh nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)*, nilainya (0.0787) yang lebih besar dari 0.05 sehingga H_1 tidak diterima. Dari hasil tersebut, dapat diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara volume perdagangan saham sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan di media massa.

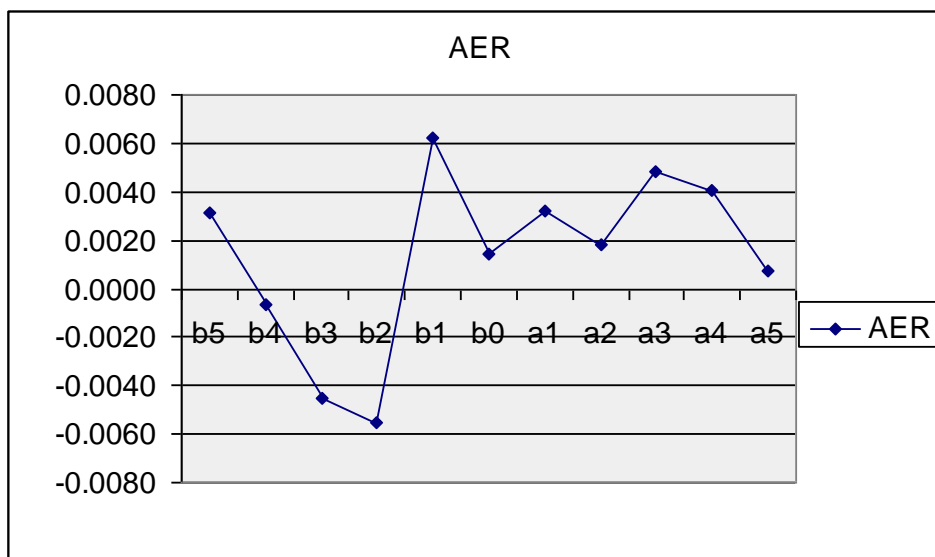
Pengujian untuk *excess return* dengan *event window* selama 11 hari seputar tanggal publikasi laporan keuangan yaitu $t - 5$ sampai dengan $t + 5$, yang mana pengujian tersebut dilakukan dengan menggunakan *one samples t-test* (uji-t) dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2 Hasil perhitungan AER dan t-Hitung

Hari Pengamatan	AER	t-hitung	Sig.
t - 5	0.0031	0.7313	0.4657
t - 4	-0.0007	-0.1738	0.8623
t - 3	-0.0045	-1.4978	0.1363
t - 2	-0.0055	-2.2656	0.0249
t - 1	0.0062	1.7878	0.0758
t - 0	0.0015	0.3796	0.7048
t + 1	0.0032	1.4050	0.1621
t + 2	0.0018	0.5945	0.5531
t + 3	0.0049	1.1747	0.2420
t + 4	0.0041	1.1483	0.2526
t + 5	0.0007	0.0895	0.9288

Sumber : data diolah

Jika digambarkan dengan menggunakan grafik, maka akan tampak pergerakan *average excess return* sebelum hingga sesudah tanggal publikasi laporan keuangan di media massa, seperti yang ditunjukkan pada gambar grafik di bawah ini:



Gambar 1 Grafik Pergerakan Return Saham

Pada grafik di atas, menjelang tanggal publikasi laporan keuangan, mulai dari $t - 5$ sampai dengan $t - 2$ sebelum tanggal publikasi laporan keuangan, *return* saham terus mengalami penurunan. Hal tersebut bisa dikarenakan adanya kebocoran informasi orang dalam (*insider*). Pada $t - 1$ sebelum tanggal publikasi laporan keuangan di media massa, *return* saham mengalami kenaikan yang cukup tajam. Akan tetapi, *return* saham kembali menurun pada hari publikasi laporan keuangan, dan peningkatan *return* terjadi satu hari setelah publikasi laporan keuangan. Fluktuasi ini terus terjadi sampai dengan hari ke-5 setelah tanggal publikasi laporan keuangan. Penyebab hal ini diduga karena Pasar Modal Indonesia yang belum efisien sehingga informasi publikasi laporan keuangan di media massa masih dapat memberikan *return* bagi para *trader* di bursa saham.

PENUTUP

Tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham perusahaan publik secara keseluruhan dan berdasarkan kelompok industri manufaktur, jasa, keuangan, properti, dan pertambangan untuk periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah publikasi laporan keuangan di media massa. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Husnan (1991) dan Sarjono (2000) yang menyatakan adanya perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah publikasi laporan keuangan di media massa.

Terdapat reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan di media massa yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil pengujian menunjukkan adanya nilai signifikan terhadap *excess return* pada periode pengamatan t-2. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian-penelitian yang terdahulu oleh Wolk (2000) dan Rusiti (1990), yang menunjukkan adanya hubungan antara data akuntansi yang dipublikasikan dan perubahan harga saham suatu perusahaan.

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang mungkin akan mempengaruhi hasil penelitian yang diperoleh. Keterbatasan-keterbatasan yang mungkin terjadi antara lain (1) penelitian ini juga secara keseluruhan mengabaikan faktor-faktor lain seperti ukuran perusahaan, faktor politik atau faktor eksternal lainnya yang mungkin akan mempengaruhi hasil penelitian; (2) Penelitian ini tidak pada faktor utama yang mungkin sangat mempengaruhi kondisi ekonomi yang sedang diamati yang mungkin menjadi perbedaan mendasar dengan kondisi ekonomi yang belum stabil hingga pada saat ini, yang merupakan imbas dari kebijakan ekonomi yang dilakukan oleh pemerintah.

Saran untuk penelitian berikutnya yang dapat diambil dari studi ini adalah sebagai berikut (1) memperbanyak jumlah perusahaan yang akan dijadikan sampel penelitian dan secara statistik diharapkan dapat memenuhi sampel penelitian, (2) diharapkan penelitian berikutnya dianjurkan untuk dapat memperhatikan faktor-faktor eksternal yang mungkin mempengaruhi hasil dari penelitian. Bagi para investor agar dapat mengalokasikan dananya secara efisien maka investor harus memperhatikan semua informasi yang relevan.

REFERENSI:

- Brealey, Richard D dan Mayers, Stewart C. 2005 *Principles of Corporate Finance*, 8th ed, New York: Mc Graw Hill Book Co.
- Brigham, Eugene F dan Louis C. Gapenski. 1991. *Intermediate Finance Management*, 6th ed, New York: The Dryden Press.
- Cooper, Donald R., dan Pamela S. Schindler. 2005. *Business Research Methods*, 9th ed, Singapore: McGraw-Hill Irwin
- FASB. 1978. *Statement of Financial Analysis*, Prentice-Hall International Editions, Second Edition.
- Francis, Jack Clark. 1991. *Investment analysis Management* 5th ed Singapore: Mc Graw Hill Inc.
- Gitman, J. Lawrence. 2003. *Principles of Management Finance*. 10th ed. United State: Pearson Education.Inc.
- Gurendtawati, Ety dan Bambang Sudibyo. 1999. Studi Empiris tentang Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi untuk Merger dan Akuisisi terhadap Volume Perdagangan Saham Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Juli, Vol. 2 No. 2.
- Hirt, Geoffrey A. dan Stanley B. Block. 2004. *Fundamentals of Investment*. 8th ed, New York: Mc Graw Hill Inc.
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisa Sekuritas*, Yogyakarta. UPP AMPYKPN. Edisi ketiga. Cetakan kedua.
- Husnan, Suad.1990. *The Indonesia Stock Market: It's Contribution to financial Development and the Application of the Efficient Market Hypothesis*, Disertasi untuk memperoleh derajat Ph.D, University of Birmingham. Birmingham. Tidak dipublikasikan.
- Jacob, Nancy L dan Paul B.W Miller. 1989. *Investment*. 2nd ed. Singapore: Richard D Irwin Inc.
- Jones, Charles P. 2006. *Investment: Analysis and Management*. 10th ed. Canada: John Willey & Sons, Inc.
- Lev, Brauch dan Ramu Thiagarajan. 1993. Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*. No.2 (Autumn): 190-213.
- Levy, Haim and Marshall Sarnat. 1995. *Capital Investment & Financial Decisions*. 5th ed. USA: Prentice Hall.
- James H, Dodd, Peterand Kimpton, dan Mary Hamilton Lorie. 1984. *The Stock Market Theories and Evidence*. Illinois: Richard D Irwin Inc.
- Purba, Eva M. 1999. Manfaat Informasi Akuntansi Bagi Investor: Suatu Pendekatan Teori, *Jurnal Akuntansi*, 37-48.
- Reilly, Frank K. 2007. *Investment*, 7th ed Philadelphia: The Dryden Press International Edition.
- Reilly, Frank K. and Keith C. Brown. 2005. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 8th ed. Dryden Press.
- Rusiti, Christiana. 1990. Analisis Perilaku Harga Saham pasar Modal Indonesia Periode 1986-1989 Dengan Pendekatan Hipotesis Pasar Modal Yang Efisien, *Tesis pada Bidang Ilmu Ekonomi Studi Ilmu Manajemen UGM*, Yogyakarta. Tidak dipublikasikan.
- Sarjono. 2000. Reaksi Investor Terhadap Publikasi Laporan Keuangan, Studi Kasus pada Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.2, No.2, 103-130.
- Sartono, R.Agus. 1996. *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE.
- Scott, R. William. 2006. *Financial Accounting Theory*. 4th ed. Prentice-Hall International Inc.

- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander dan Jeffrey V. Bailey. 1998. *Investasi*, Jilid 1, Edisi 6, Terjemahan oleh Henry Njooliangtik dan Agustiono dari *Investment*. New Jersey: Prentice Hall.
- Usman, Marzuki., singgih Riphath, Syahrir Ika. 1997. *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*. Jakarta: Institut Bankir Indonesia.
- Van Horne, James C. and John M. Wachowicz, Jr. 2004. *Fundamental of Financial Management*. 12th ed. USA: Prentice Hall.
- Weston, J. Fred and Thomas E. Coeland. 1995. *Managerial Finance*, 9th ed. Jakarta : Binarupa Aksara.
- Wolk, Harry I, Jere R Francis dan Michael G Tearney. 2000. *Accounting Theory: A conceptual and Institutional Approach*, 5th ed Cincinnati, Ohio: South Western Publishing Co.