

REAKSI INVESTOR TERHADAP PUBLIKASI LAPORAN ANALIS KEUANGAN Studi Kasus pada Bursa Efek Jakarta

SARJONO

Badan Pemeriksa Keuangan Yogyakarta

Penelitian ini menguji kandungan informasi laporan analis keuangan yang diterbitkan melalui *Indonesian Commercial Newsletter* pada tahun 1996 terhadap kinerja investasi yang tercermin dalam volume transaksi dan harga saham perusahaan yang terdaftar (*listing*) pada Bursa Efek Jakarta, dengan jumlah sampel 70 perusahaan.

Teknis statistik yang digunakan untuk menganalisis data volume transaksi adalah pertama uji kelayakan model regresi, kemudian dilakukan uji asumsi klasik dengan cara Uji otokorelasi dengan Durbin Watson test. D-W statistik dari hasil regresi dibandingkan dengan tabel Durbin Watson. Karena data tidak memenuhi asumsi distribusi normal, maka dalam melihat ada tidaknya reaksi pasar setelah publikasi menggunakan ukuran volume perusahaan yang tidak memperhitungkan perdagangan pasar (V_{it}) dengan menghitung median dari V_{it} untuk masing-masing perusahaan selama periode pengamatan.

Pengujian pertama adalah pengujian pengaruh publikasi laporan analis keuangan terhadap volume transaksi saham. Hasil pengujian dengan periode pengamatan 7 hari seputar tanggal publikasi menunjukkan bahwa dari 70 sampel perusahaan, 12 sampel mempunyai nilai d_t sama dengan nol, 29 sampel perusahaan mempunyai nilai d_t positif, dan 29 sampel perusahaan mempunyai nilai d_t negatif. Dari jumlah ranking perbedaan didapat jumlah ranking perbedaan yang bernilai d_t positif 1019 lebih besar dari jumlah ranking perbedaan yang bernilai d_t negatif 692, sehingga dapat disimpulkan pada 7 hari pengamatan seputar tanggal publikasi laporan analis keuangan terdapat reaksi pasar berupa lonjakan volume transaksi (*unexpected trading volume*).

Pengujian kedua adalah pengujian pengaruh publikasi laporan analis keuangan terhadap *excess return*. Hasil pengujian untuk *return* dengan *event windows* selama 7 hari pengamatan seputar tanggal publikasi menunjukkan bahwa tidak ada yang memiliki nilai t_{hitung} yang lebih besar dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi di atas 0,05 sehingga berada dalam kurva penerimaan H_0 atau H_0 tidak dapat ditolak. Jadi publikasi laporan analis keuangan pada *Indonesian Commercial Newsletter* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* atau tidak mampu memprediksi *return* sahamnya.

Keywords : Unexpected trading volume; Excess return.

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan pasar dari sejumlah instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan dalam bentuk utang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta.

Pasar Modal di Indonesia sejak tahun 1977 hingga sekarang telah menunjukkan perkembangan yang menggembirakan, terutama dilihat dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang selalu menunjukkan peningkatan (Arifin & Baridwan, 1997), meskipun saat ini sempat mengalami penurunan akibat krisis moneter. Pasar modal mempunyai peranan yang penting dalam kehidupan ekonomi, terutama dalam proses alokasi dana masyarakat. Pasar modal memberikan kepada pihak yang mempunyai surplus dana dalam masyarakat (penabung atau investor) tingkat likuiditas yang lebih tinggi, dan juga memindahkan pihak yang memerlukan dana (perusahaan) untuk memperoleh dana yang diperlukan dalam investasi (Ainun Na'im, 1997). Keputusan investasi oleh investor (pihak yang memiliki kelebihan dana) ditentukan oleh pengharapan masa yang akan datang mereka atas kesuksesan suatu usaha. Mereka bersedia menanamkan dana jika mereka menganggap prospek suatu investasi menguntungkan.

Namun demikian, masa yang akan datang penuh dengan ketidakpastian. Oleh karena itu, investor memerlukan informasi untuk mengurangi ketidakpastian yang mereka hadapi. Sebelum memutuskan portofolio suatu investasi, mereka menganalisis berbagai macam kejadian dan keadaan masa kini dan masa lalu yang diharapkan dapat digunakan untuk memprediksi kejadian di masa yang akan datang.

Investor akan mengevaluasi situasi ekonomi secara makro, kondisi industri dari suatu usaha tertentu serta menganalisis kondisi perusahaan yang bersangkutan. Laporan riset analisis keuangan merupakan salah satu sumber informasi yang dapat dipergunakan oleh investor dalam mengambil keputusan portofolio. Beberapa penelitian telah menggambarkan bagaimana investor bereaksi terhadap informasi dari analisis secara umum (Schipper, 1991).

Penelitian yang dilakukan oleh Hirst, et. al., (1995), memberikan fakta bahwa laporan riset analisis keuangan mempengaruhi investor dalam memutuskan portofolio. Reaksi investor terhadap laporan riset keuangan analisis tidak hanya tergantung pada insentif analisis dalam menerbitkan laporan tetapi juga pada kesimpulannya mengenai saham. Ketika investor menerima laporan riset yang menguntungkan, mereka mempertimbangkan laporan yang cocok dengan harapannya. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Beneish (1991) dan juga Davies dan Canes (1978) yang menunjukkan adanya *unexpected trading volume* dan *abnormal stock price performance* pada hari publikasi rekomendasi analisis keuangan pada 'Heard on the Street' dan 'Wall Street Journal'. Konsisten dengan dua penelitian di atas, penelitian yang dilakukan oleh Rogers et. al. (1991) atas respon pasar terhadap rekomendasi

'beli' dan 'jual' dari Value Line On The Counter Special Situation Services (VLSSS) menunjukkan bahwa rekomendasi 'beli' dan 'jual' menghasilkan *abnormal return*.

Melihat situasi seperti yang telah diuraikan pada paragraf-paragraf terdahulu, penulis tertarik untuk meneliti pengaruh laporan riset analisis keuangan bagi investor dalam menentukan portofolio investasi yang optimal sesuai preferensi masing-masing investor. Penulis mengamati aktivitas volume transaksi di seputar tanggal publikasi laporan riset analisis keuangan dari perusahaan-perusahaan yang telah go public yang melaksanakan transaksi saham di Bursa Efek Jakarta.

Kata Kunci

Volume transaksi normal atau sehari-hari (*expected trading volume*) adalah volume transaksi saham biasa perusahaan i dalam periode yang (menurut penulis) tidak dipengaruhi oleh publikasi laporan riset analisis keuangan, periode ini disebut *non publication period*. Sementara volume transaksi di luar normal (*unexpected trading volume*) adalah perbedaan antara volume transaksi aktual di seputar publikasi laporan riset analisis keuangan dengan *expected trading volume*. Sedangkan *excess return* adalah selisih antara return saham normal dengan return saham setelah adanya publikasi.

Pokok Masalah

Apabila informasi laporan riset analisis keuangan 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 memaksimumkan kepuasannya. Aktivitas dari investor ini akan tampak dalam volume transaksi saham. Jadi pengaruh informasi laporan riset analisis keuangan atas portofolio saham yang dimiliki oleh investor akan diamati dari volume transaksi setelah tanggal publikasi laporan riset analisis keuangan terhadap volume transaksi normal. Apabila publikasi laporan riset analisis keuangan bermanfaat bagi investor untuk menentukan portofolio saham yang dimilikinya dalam rangka memaksimalkan kepuasannya, mestinya perubahan portofolio saham dari para investor akan tercermin dalam fluktuasi transaksi yang di atas normal.

Dari uraian di atas penulis merumuskan masalah penelitian ini sebagai berikut: *Apakah publikasi laporan analisis keuangan dimanfaatkan oleh investor untuk menentukan portofolio saham?*

Penulis akan mengamati reaksi pasar modal dengan dipublikasikannya laporan riset analisis keuangan melalui perubahan volume transaksi perdagangan saham biasa dari reguler market di Bursa Efek Jakarta. Dipilih saham biasa karena saham biasa yang paling aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

Penulis juga meneliti pengaruh laporan riset analisis keuangan atas

perubahan harga saham, meskipun portofolio investasi dari para investor belum tentu bersamaan dengan perubahan harga saham selama perubahan portofolio tidak mengakibatkan perbedaan jumlah penawaran dan permintaan saham (Bamber, 1986). Selain itu penelitian mengenai volume transaksi di seputar publikasi laporan riset analisis keuangan (sejauh yang penulis ketahui) pada perdagangan Bursa Efek Jakarta belum pernah dilakukan.

Tujuan dan Manfaat Penelitian

Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui sejauhmana peranan publikasi laporan analisis keuangan bagi investor dalam menentukan portofolio saham yang optimal sesuai preferensi masing-masing investor. Disamping itu penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi calon investor, Badan Pengelola Pasar Modal (BAPEPAM), Bursa Efek Jakarta, dan profesi terkait. Khususnya bagi profesi analisis keuangan, penelitian ini dapat meningkatkan peran profesi sebagai penyedia informasi.

Sampel dan Data

Sampel dari penelitian ini adalah lembaga riset keuangan yang mengeluarkan laporan riset analisis keuangan dan volume perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling, pemilihan sampel disesuaikan dengan tujuan penelitian. Laporan riset analisis keuangan yang dipilih adalah yang dimuat dalam *Indonesian Commercial Newsletter* yang diterbitkan oleh PT. Data Consult Inc. setiap dua minggu selama tahun 1996.

TINJAUAN LITERATUR

Pasar modal dikatakan efisien jika harga-harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia. Foster menyatakan bahwa harga efisien pasar modal berkaitan dengan suatu item informasi tertentu (Foster, 1986). Pasar modal efisien terhadap suatu item informasi jika investor tidak mungkin memperoleh *abnormal return* - *return* yang lebih besar dari *expected return* dalam suatu investasi pada kondisi normal - secara konsisten dengan memanfaatkan item informasi tersebut.

Jadi pada saat informasi dilontarkan pada masyarakat, maka dalam waktu penundaan yang paling minimum dan tidak bias, informasi tersebut akan tercermin dalam harga saham. Jadi model pasar modal efisien melihat pada seberapa cepat suatu informasi tercermin dalam harga saham dan kondisi bagaimana yang memungkinkan seorang investor untuk mendapatkan *abnormal return* (Elton & Gruber, 1991). Yang perlu diingat, pasar modal efisien difokuskan pada variabel pasar keseluruhan (seperti harga saham atau return sekuritas) dan bukannya pada perilaku individual. Hendriksen mendukung pernyataan ini dengan mengatakan "*Some will lose and some will gain: It is*

only on average that there are no abnormal gain".

Efisiensi pasar modal dibedakan ke dalam 3 bentuk yaitu efisiensi bentuk lemah, efisiensi bentuk kuat dan efisiensi bentuk setengah kuat. Hipotesis pasar modal yang efisiensi dalam bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu. Sedangkan hipotesis pasar yang efisien dalam bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang relevan dan tersedia, tercermin dalam harga saham. Jadi baik informasi yang telah dipublikasikan maupun informasi yang belum dipublikasikan (*private information*) akan tercermin dalam harga saham.

Terakhir, hipotesis pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia kepada publik. Informasi publik akan tercermin ke dalam harga saham secara cepat dan tidak bias. Investor tidak akan dapat memperoleh *return* di atas normal dengan membeli saham atas dasar suatu publikasi.

Kandungan Informasi Analisis Keuangan

Investor memiliki berbagai sumber informasi yang tersedia untuknya, mereka mempertimbangkan laporan analisis keuangan diantara berbagai sumber yang berpengaruh untuk pengambilan keputusan investasi. Dalam laporan tersebut, analisis berusaha untuk menyajikan fakta penting dalam sebuah cara yang informatif dan berguna bagi investor. Maksud dari analisis keuangan adalah untuk memberikan pertimbangan dan pada akhirnya mempengaruhi perilaku.

Dalam literatur psikologi menunjukkan kesan bahwa bagaimana komunikasi persuasif, seperti dari analisis, dievaluasi secara bersama-sama tergantung pada dua faktor yaitu: (1) harapan dari penerima (investor) atas pesan komunikator (analisis) dan (2) apakah kesimpulan komunikator cocok atau tidak cocok dengan harapan.

Untuk menggunakan kerangka teori ini dalam bidang analisis keuangan membutuhkan identifikasi harapan investor tentang analisis secara umum. Riset sebelumnya menunjukkan bahwa investor seharusnya berharap analisis untuk menerbitkan laporan yang lebih menguntungkan dari pada laporan tidak menguntungkan, karena rekomendasi pada umumnya cenderung 'membeli' dari pada 'menjual' (Beneish, 1991; Francis & Soffer, 1994).

Seorang investor mengharapkan analisis untuk menerbitkan laporan yang menguntungkan dan sesudah itu membaca laporan analisis yang menggambarkan sebuah perusahaan dalam keuntungan sehingga harapannya cocok. Dalam riset psikologi sebelumnya, investor lebih suka untuk mengkaitkan kesimpulan analisis mengenai saham lebih pada faktor yang menghasilkan pengharapan (seperti insentif analisis untuk menerbitkan laporan menguntungkan) dari pada argumentasi dalam laporan riset.

Beneish (1991) melakukan penelitian reaksi harga saham signifikan terhadap informasi analisis yang dilaporkan dalam kolom 'Herald on the Street' yang dipublikasikan setiap hari dalam Wall Street Journal. Beneish melakukan

penelitian terhadap 100 penerbitan dalam Wall Street Journal yang dipilih secara acak dari total populasi kurang lebih 500 pada periode 1978-1979.

Dalam menganalisis pengaruh publikasi rekomendasi analisis terhadap harga saham dari perusahaan yang dijadikan sampel dengan menggunakan model pasar *prediction errors*:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

di mana:

- R_{it} = return atas saham biasa perusahaan i pada hari t
 R_{mt} = return atas nilai rata-rata indeks CRSP pada hari t
 ε_{it} = stochastic errors term perusahaan i pada hari t
 α_i, β_i = koefisien regresi.

Koefisien regresi diestimasi selama 300 hari dalam periode estimasi yang bermula dari hari 180 sampai -31 dan +31 sampai +180. Periode analisis adalah dari hari -30 sampai +30. Dalam periode analisis tersebut, Beneish menguji kinerja abnormal (*abnormal performance*). Untuk setiap perusahaan i , *prediction errors* (PE_{it}) dihitung untuk setiap harinya dengan rumus:

$$PE_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Sedangkan rata-rata *prediction errors* (APE_t) untuk seluruh perusahaan yang dijadikan sampel (N) dihitung untuk setiap hari periode analisis dengan rumus:

$$APE_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N PE_{it}$$

dan rata-rata kumulatif *prediction error* ($CAPE_k$) dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$CAPE_k = \sum_{t=-30}^k APE_{it}$$

Guna menyajikan pengujian signifikansi statistik dari rata-rata dan rata-rata kumulatif dari *prediction errors*, standar deviasi, $s(APE_t)$, dari *prediction errors* dalam sampel yang diestimasi selama 300 hari dinotasikan sebagai berikut:

$$s(APE_t) = \left| \frac{1}{29} \sum_{t=1}^N (APE_t - APE)^2 \right|^{\frac{1}{2}}$$

di mana APE adalah mean rata-rata *prediction error* untuk 300 hari transaksi. Test statistik dapat dinotasikan sebagai berikut:

$$\frac{APE_k}{s(APE_k)} \approx t_{299} \quad \text{dan} \quad \frac{CAPE_k}{[ks^2(APE_k)]^{\frac{1}{2}}} \approx t_{299}$$

Hasil penelitian tersebut memberikan kesimpulan bahwa rekomendasi beli (jual) yang dipublikasikan dalam kolom 'Herald on the Street' pada Wall Street Journal memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja harga saham rata-rata pada hari publikasi dalam 'Herald on the Street' dan dua hari perdagangan sebelumnya.

Hirst et. al. (1995) hendak menunjukkan reaksi investor terhadap informasi yang ada dalam laporan riset keuangan analis tergantung pada karakteristik dari analis dan laporan. Subjek yang dijadikan sampel penelitian adalah laporan riset analis mengenai perusahaan dan industrinya yang diterbitkan oleh lembaga riset yang berhubungan dengan investasi perbankan dan yang dikeluarkan oleh lembaga riset keuangan yang tidak memiliki hubungan dengan investasi perbankan. Partisipan dari penelitian adalah 291 mahasiswa bisnis dari sebuah universitas negeri yang telah menyelesaikan tahun pertama program MBA dan telah memiliki pengalaman selama 2 tahun atau lebih, serta telah menyelesaikan kursus akuntansi dan keuangan.

Hasil penelitiannya tersebut, menyimpulkan bahwa reaksi investor terhadap laporan riset analis keuangan tergantung tidak hanya pada insentif analis dalam menerbitkan laporan tetapi juga pada kesimpulannya mengenai saham. Ketika investor menerima laporan riset yang menguntungkan, mereka mempertimbangkan laporan yang cocok dengan harapannya bahwa analis cenderung untuk menerbitkan laporan yang menguntungkan. D. Eric Hirst juga menemukan bahwa persepsi atas insentif analis secara lebih kuat mempengaruhi atribusinya terhadap laporannya dari pada pertimbangan kinerja saham.

Rogers et al. (1991) melakukan penelitian mengenai respon pasar terhadap rekomendasi 'beli' dan 'jual' yang dibuat oleh Value Line Over The Counter Special Situation Services (VLSSS). Rogers menguji kandungan informasi maupun kinerja investasi atas rekomendasi VLSSS yang dipublikasikan 24 kali dalam setahun pada setiap Senin kedua dan keempat setiap bulan, dengan sampel dibatasi pada perusahaan dengan penerbitan ekuitas yang direkomendasi antara Januari 1963 sampai dengan Desember 1985. Dari 136 rekomendasi 'beli' dan 126 rekomendasi 'jual' dipilih sebanyak 40 rekomendasi 'beli' dan 51 rekomendasi 'jual' yang memiliki *non zero return*.

Dalam menganalisis atau menguji pengaruh rekomendasi 'beli' dan 'jual' dari VLSSS pada nilai ekuitas perusahaan yang direkomendasi, mereka menggunakan *Prediction Errors (PE_{it})* yang dihitung dengan model pasar sebagai berikut:

$$(1) PE_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

di mana:

$\alpha_i - \beta_i$ = estimasi parameter yang ditentukan dengan OLS menggunakan 150 *return* harian untuk perusahaan i (R_{it}) dan portofolio pasar (R_{mt})

Untuk rekomendasi beli, 150 observasi dipilih dari periode sebelum hari rekomendasi, $t=0$. Observasi dimulai dengan hari transaksi $t=-200$ dan diakhiri $t=-51$. Untuk rekomendasi jual, 150 observasi harian dipilih dari periode setelah kejadian, dimulai dengan hari transaksi $t=+51$ dan diakhiri $t=+200$. Rata-rata indeks CRSP digunakan untuk portofolio pasar.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rogers dan kawan-kawan menunjukkan bahwa rekomendasi VLSSS berisi informasi yang digambarkan dalam harga saham pada saat rekomendasi. Rekomendasi 'beli' dan 'jual' menghasilkan *abnormal return* sebesar 3,33% untuk rekomendasi beli dan -1,27% untuk rekomendasi jual selama 2 hari seputar tanggal rekomendasi. Dari pengujian atas kinerja investasi, nampak bahwa VLSSS memberikan rekomendasi 'beli' untuk saham yang memiliki kinerja baik dan rekomendasi 'jual' untuk saham yang memiliki kinerja buruk.

Hipotesis

Hirst et al. (1995) berusaha menunjukkan reaksi investor terhadap informasi yang ada dalam laporan riset analisis keuangan tergantung pada karakteristik dari tipe analisis dan laporannya. Beneish (1991) meneliti hipotesis bahwa terdapat reaksi harga saham yang signifikan terhadap informasi analisis yang dilaporkan dalam kolom "Heard on the Street" pada Wall Street Journal. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Rogers et al. (1991) membuktikan hipotesisnya bahwa kandungan informasi dari rekomendasi VLSSS 'beli' dan 'jual' memberikan *abnormal return* negatif dan positif yang signifikan seputar pengumuman rekomendasi serta *abnormal performance* dari portofolio yang dipilih.

Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah:

- H_1 = terdapat perbedaan antara volume transaksi harian dengan volume transaksi sesudah hari publikasi laporan riset analisis keuangan.
 H_2 = publikasi laporan riset analisis keuangan berpengaruh secara signifikan terhadap rata-rata *excess return*.

METODOLOGI

Pengamatan atas harga saham dan volume transaksi saham di seputar publikasi laporan analisis keuangan memang tidak akan dapat mengungkapkan secara utuh makna informasi dari publikasi laporan analisis keuangan bagi investor. Suatu informasi dalam pasar modal memiliki makna jika mampu merubah pengharapan investor atas probabilitas distribusi *return* di masa yang akan datang. Tetapi paling tidak pengamatan atas reaksi pasar (harga saham dan volume transaksi) akan dapat mengungkapkan apakah publikasi laporan analisis keuangan di pasar modal Indonesia mempengaruhi interpretasi para investor untuk memperbaharui portofolio saham yang mereka miliki.

Sampel dan Metodologi Penelitian

Metode berikut ini dirancang untuk menganalisis hubungan antara laporan analisis keuangan yang dipublikasikan melalui media massa terhadap harga saham dan volume transaksi saham. Maka, dalam penelitian ini dibutuhkan laporan analisis keuangan, harga saham, serta volume transaksi saham. Laporan analisis keuangan memuat informasi yang berkaitan dengan profil perusahaan, kinerja, laporan keuangan, perkembangan laba dan saham. Laporan analisis keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah laporan analisis keuangan untuk periode semester I dan II tahun 1996.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang go publik dan listing di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan sampel yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan go publik yang menjadi obyek analisis pada *Indonesian Commercial Newsletter* pada Semester I dan II tahun 1996.

Sumber Data

Untuk mendapatkan data yang cukup mengenai laporan analisis keuangan, harga saham, volume transaksi saham dan indeks harga saham gabungan pada periode pengamatan, maka penelitian ini menggunakan sumber data yang diambil dari Indonesian Capital Market Directory edisi 1996 dan *Indonesian Commercial Newsletter* yang diterbitkan oleh PT. Data Consult Inc. Laporan analisis keuangan atas perusahaan-perusahaan go publik yang dipublikasikan pada *Indonesian Commercial Newsletter* (ICN) seperti nampak pada Tabel 3.1.

TABEL 3.1.**Sampel Perusahaan dan tanggal publikasi**

No.	Nama Perusahaan	Kode	Tgl. Publikasi
1	ALUMINDO PERKASA	ALKA	20 MEI 1996
2	ANDAYANI MEGAH	ADMG	19 AGS 1996
3	APAC CENTERTEX	MYTX	1 OKT 1996
4	ARGHA KARYA PRIMA IND.	AKPI	1 APR 1996
5	ARGO PANTES	ARGO	1 OKT 1996
6	ASAHIMAS FLAT GLASS	AMFG	15 JAN 1996
7	ASTER DHARMA INDUSTRY	ASTR	1 APR 1996
8	ASTRA INTERNASIONAL (1)	ASII1	3 JAN 1996
9	ASTRA INTERNASIONAL (2)	ASII2	18 MAR 1996
10	ASTRA INTERNASIONAL (3)	ASII3	19 AGS 1996
11	BAKRI BROTHERS	BNBR	14 OKT 1996
12	BANK BALI (1)	BNLI1	12 PEB 1996
13	BANK BALI (2)	BNLI2	16 SEP 1996
14	BANK DANAMON (1)	BDMN1	12 PEB 1996
15	BANK DANAMON (2)	BDMN2	16 SEP 1996
16	BANK DUTA	BDTA	12 PEB 1996
17	BANK NIAGA (1)	BNGA	12 PEB 1996
18	BANK NIAGA (2)	BNGA	16 SEP 1996
19	BANK PAN INDONESIA Tbk	PNBN	16 SEP 1996
20	BARITO PACIFIC TIMBER (1)	BRPT1	18 NOP 1996
21	BARITO PASIFIC TIMBER (2)	BRPT2	20 MEI 1996
22	BAT INDONESIA	BATI	1 PEB 1996
23	BDNI	BDNI	16 SEP 1996
24	BERLINA	BRNA	1 APR 1996
25	BII (1)	BNII1	12 PEB 1996
26	BII (2)	BNII2	16 SEP 1996
27	BRANTA MULIA	BRAM	19 AGS 1996
28	BUN	BNUM	16 SEP 1996
29	CENTEX	CNTX	1 OKT 1996
30	CIPUTRA DEVELOPMENT Tbk	CTRA	4 MAR 1996
31	CONCORD BENEFIT ENTERPRISES	CNBE	1 OKT 1996
32	DYNAPLAST	DYNA	1 APR 1996
33	EVER SHINE TEXTILE	ESTI	1 OKT 1996
34	GADJAH TUNGGAL	GJTL	19 AGS 1996
35	GOODYEAR INDONESIA	GDYR	19 AGS 1996
36	GUDANG GARAM (1)	GGRM1	3 JAN 1996
37	GUDANG GARAM (2)	GGRM2	1 PEB 1996
38	HERO SUPERMARKET	HERO	6 MEI 1996
39	HM SAMPOERNA	HMSP	1 PEB 1996

TABEL 3.1.
Sampel Perusahaan dan tanggal publikasi (lanjutan)

No.	Nama Perusahaan	Kode	Tgl. Publikasi
40	IGARJAYA	IGAR	1 APR 1996
41	INDAH KIAT PULP & PAPER	INKP	3 JAN 1996
42	INDAL ALUMUNIUM INDUSTRY	INAI	20 MEI 1996
43	INDOCEMENT TUNGGAL PERKASA (1)	INTP1	3 JAN 1996
44	INDOCEMENT TUNGGAL PERKASA (2)	INTP2	4 NOP 1996
45	INDOFOOD SUKSES MAKMUR	INDF	15 JUL 1996
46	JAYA PARI STEEL	JPRS	14 OKT 1996
47	JAYA REAL PROPERTY	JRPT	4 MAR 1996
48	KARWELL INDONESIA	KARW	1 OKT 1996
49	LANGGENG MAKMUR PLASTIC IND.	LMPI	1 APR 1996
50	LIPPO BANK (1)	LPBN1	12 PEB 1996
51	LIPPO BANK (2)	LPBN2	16 SEP 1996
52	LIPPO INDUSTRIES	LPIN	19 AGS 1996
53	LIPPO LAND DEVELOPMENT	LPLD	4 MAR 1996
54	MATAHARI PUTRA PRIMA	MPPA	6 MEI 1996
55	MODERNLAND	MDLN	4 MAR 1996
56	PANASIA INDOSYNTEX	HDTX	1 OKT 1996
57	RIMBA NIAGA IDOLA	RMBA	18 NOP 1996
58	RODA VIVATEX	RDTX	1 OKT 1996
59	SEMEN CIBINONG	SMCB	4 NOP 1996
60	SEMEN GRESIK	SMGR	4 NOP 1996
61	SINAR MAS MULTARTHA	SAMM	15 JAN 1996
62	SUMALINDO LESTARI JAYA (1)	SULI1	20 MEI 1996
63	SUMALINDO LESTARI JAYA (2)	SULI2	18 NOP 1996
64	SURYA DUMAI INDUSTRI	SUDI	18 NOP 1996
65	TAMBANG TIMAH	TINS	15 JAN 1996
66	TELEKOMUNIKASI INDONESIA	TLKM	15 JAN 1996
67	TEXMACO JAYA	TEJA	1 OKT 1996
68	TEXMACO PERKASA ENGINEERING	TPEN	1 OKT 1996
69	TRIAS SENTOSA	TRST	1 APR 1996
70	UGAHARI	UGAR	1 APR 1996

Sumber: *Indonesian Commercial Newsletter*

Harga saham, indeks harga saham, dan volume transaksi harian dari perusahaan go publik yang dijadikan sampel dapat dilihat pada Lampiran 1. Sedangkan jumlah saham biasa dari perusahaan sampel yang terdapat di Bursa Efek Jakarta dapat dilihat di Lampiran 2. Total volume transaksi harian saham biasa di Bursa Efek Jakarta dan total saham yang terdapat di Bursa Efek Jakarta dapat dilihat pada Lampiran 3.

Metode Analisis

Setelah data diperoleh, data tersebut diolah untuk dapat mengamati ada tidaknya volume transaksi yang di atas normal (*unexpected trading volume*). Analisis untuk melihat ada tidaknya lonjakan volume setelah publikasi laporan analisis keuangan akan dilakukan dengan dua cara. Pertama, dengan menggunakan rumus regresi, untuk mengeliminasi pengaruh pasar terhadap volume transaksi saham dari suatu perusahaan publik. Kedua, dengan mencari median dari volume transaksi saham suatu perusahaan *non announcement period*.

Cara pertama untuk mendapatkan parameter volume transaksi normal (*non announcement period*), dengan melakukan regresi persentase volume transaksi saham perusahaan *i* pada hari *t* terhadap persentase volume transaksi pasar yang diperdagangkan pada hari *t* selama *non announcement period*. Rumus regresi (Bamber, 1986) yang akan digunakan adalah:

$$V_{it} = \alpha_i + \beta_i V_{mt} + \epsilon_{it}$$

di mana:

- V_{it} = prosentase saham dari perusahaan *i* yang diperdagangkan pada hari *t*
- V_{mt} = prosentase saham yang diperdagangkan di pasar dari total saham yang ditawarkan pada hari *t*
- ϵ_{it} = sisa dari volume transaksi saham perusahaan *i* pada hari *t*
- α_i = volume transaksi saham perusahaan *i* yang tidak terpengaruh oleh aktivitas transaksi pasar
- β_i = tingkat kepekaan transaksi saham perusahaan *i* terhadap transaksi pasar

Jadi awalnya dihitung V_{it} dari perusahaan *i* pada hari *t* dengan menggunakan rumus:

$$V_{it} = \frac{\text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada hari } t}{\text{saham perusahaan } i \text{ yang terdaftar di BEJ pada hari } t} \times 100 \%$$

Selain itu akan dihitung V_{mt} dengan menggunakan rumus:

$$V_{mt} = \frac{\text{total saham biasa yang diperdagangkan di BEJ pada hari } t}{\text{Total saham biasa yang terdaftar di BEJ pada hari } t} \times 100 \%$$

Setelah V_{it} dari 70 perusahaan dan V_{mt} dihitung, dengan bantuan micro-TSP dilakukan regresi, V_{it} sebagai variabel dependen dan V_{mt} sebagai variabel independen, sehingga diperoleh estimasi parameter *expected trading volume* dari 70 perusahaan tersebut.

Setelah melakukan regresi dan sebelum menganalisis lebih lanjut, dilakukan uji terhadap model regresi yang dipergunakan dan uji asumsi klasik untuk mendapatkan estimator yang tidak bias. Uji terhadap kelayakan model regresi $V_{it} = \alpha_i + \beta_i V_{mt} + \varepsilon_{it}$ dilakukan dengan menguji parameter β_i , apakah nilai β_i berbeda secara nyata dengan nol (0). Uji tersebut dilakukan dengan cara membandingkan nilai t statistik dari β_i dengan nilai t tabel, diharapkan dapat menolak hipotesis nol. Jadi β_i dapat dipercaya jika t statistik lebih besar dari t tabel.

Setelah uji kelayakan model regresi, dilakukan uji asumsi klasik dengan cara Uji otokorelasi dengan Durbin Watson test. D-W statistik dari hasil regresi dibandingkan dengan tabel Durbin Watson. Nilai Durbin Watson tabel untuk jumlah observasi dan untuk regresi dengan 2 variabel adalah sebagai berikut:

Jika :

4 - 1,65 < DW < 4, maka ada korelasi negatif;

4 - 1,69 < DW < 4 - 1,65, maka tidak dapat ditentukan ada korelasi atau tidak;

2 < DW < 4 - 1,69, maka tidak ada otokorelasi;

1,69 < DW < 2, maka tidak ada otokorelasi;

1,65 < DW < 1,69, maka tidak dapat ditentukan ada korelasi atau tidak;

0 < DW < 1,65, maka ada korelasi positif.

Dari pengujian atas regresi perdagangan saham harian suatu perusahaan terhadap total perdagangan pasar (*t test* dan uji Durbin Watson) akan didapatkan apakah apakah model regresi di atas berlaku untuk seluruh saham perusahaan yang dijadikan sampel. Apabila hanya sebagian saham perusahaan yang lolos dari *t test* dan uji Durbin Watson terhadap saham menunjukkan bahwa rumus regresi tersebut tidak dapat diterapkan di pasar modal Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa perdagangan suatu jenis saham tidak berkorelasi dengan total perdagangan pasar.

Apabila rumus regresi untuk mendapatkan ukuran volume perdagangan saham suatu perusahaan yang memperhitungkan volume perdagangan pasar tidak berlaku di pasar modal Indonesia, maka dalam melihat ada tidaknya reaksi pasar setelah publikasi menggunakan ukuran volume perusahaan yang tidak memperhitungkan perdagangan pasar (V_{it})

Cara kedua untuk mendapatkan ukuran dari volume transaksi saham selama *non announcement period* tanpa memperhitungkan volume transaksi pasar adalah dengan menghitung median dari V_{it} untuk masing-masing perusahaan selama periode pengamatan. Median dari V_{it} disimbolkan dengan notasi $md(V_{it})$.

Pengamatan atas *unexpected trading volume* selama kurun waktu seputar tanggal publikasi laba dilakukan dengan menggunakan matrik volume perdagangan perusahaan yang tidak memperhitungkan reaksi pasar.

Analisis *unexpected trading volume* selama periode pengamatan di seputar publikasi diawali dengan menghitung V_{it} suatu saham sejak 3 hari sebelum

tanggal publikasi sampai dengan 3 hari sesudah publikasi (7 hari seputar publikasi) yang diberi simbol $Md V_{i7}$. Setelah $Md V_{i7}$, maka $Md V_{i7}$ dari masing-masing saham akan dipasangkan dengan $Md V_{it}$ saham yang sama untuk dianalisis dengan uji Wilcoxon.

Untuk menolak hipotesis nol penelitian, yaitu median $V_{it} \leq$ median V_{i7} , maka seharusnya semua perbedaan median V_{it} dengan median V_{i7} bernilai positif. Jika ada perbedaan median V_{it} dengan median V_{i7} bernilai negatif, untuk menolak hipotesis nol penelitian, maka jumlah ranking perbedaan yang bernilai negatif harus lebih kecil dari jumlah ranking perbedaan yang bernilai positif.

Excess Return

Untuk mengevaluasi *performance* (kinerja) dari perusahaan yang dijadikan sampel tersebut mengalami kenaikan dan penurunan, pada saat sebelum dan sesudah publikasi laporan analisis keuangan, maka dapat dibuat perhitungan *return* dari strategi *buy and hold*. Kemudian *return-return* tersebut dibandingkan dalam *size* yang sama. Untuk lebih tepatnya, setiap saham ditentukan *excess return*-nya yang merupakan *compounding* secara geometrik dari *return* saham (dari strategi *buy and hold*), yang kemudian dikurangi kapitalisasi nilai pasar dari *return*-nya yang merupakan *compounding* secara geometrik. Metode yang sama juga digunakan oleh Ritter (1991) maupun Loughran dan Ritter (1995).

Dalam penelitian ini *excess return* dihitung pada periode harian selama 7 hari $t-3, t-2, t-1, t_0, t+1, t+2,$ dan $t+3$. Adapun *Excess Return Model* yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$ER_{i(a to b)} = \sum_{t=a}^b (1 + R_{it}) - \sum_{t=a}^b (1 + MR_{it})$$

di mana:

$ER_{i(a to b)}$ = adalah *excess return* perusahaan i dari periode a sampai dengan periode b

R_{it} = *raw return* dari perusahaan i pada hari t

MR_{it} = kapitalisasi pasar dari *return* pada kelompok tertentu pada hari tertentu, atau indeks harga saham gabungan periode tertentu.

Karena asumsi penelitian ini menggunakan model *return*, maka *return* dihitung dengan membandingkan *return* periode sebelumnya.

$$R_{it} = \frac{R_{it} - R_{it-1}}{R_{it-1}}$$

$$RM_{it} = \frac{ISHG_{it} - ISHG_{i,t-1}}{ISHG_{i,t-1}}$$

Setelah menghitung *excess return*, kemudian dihitung *average excess return*, dengan model sebagai berikut:

$$\overline{ER}_{i(atob)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ER_i$$

Setelah nilai *average excess return* diketahui, selanjutnya dilakukan uji statistik antara *average excess return* terhadap publikasi laporan analisis keuangan. Pengujian statistik ini digunakan untuk menguji hipotesis kedua, yang menguji pengaruh publikasi laporan analisis keuangan terhadap *excess return*. Hasil pengujian tersebut juga digunakan untuk menguatkan hasil pembuktian dari pengujian statistik variabel-variabel di atas. Sehingga keyakinan atas signifikansi dan korelasi antar variabel-variabel yang ada menjadi lebih kuat. Atas dasar pengujian *excess return* tersebut dapat dibuktikan bahwa laporan analisis keuangan mempunyai signifikansi.



ANALISIS DATA

Dengan menggunakan metodologi yang telah dipresentasikan pada Bab Ketiga, maka data yang telah diperoleh dianalisis dengan menggunakan metodologi tersebut. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, terdapat 70 perusahaan yang dapat dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Analisis Volume Transaksi

Data yang diperoleh sebanyak 70 perusahaan diolah untuk dapat mengamati ada tidaknya volume transaksi yang di atas normal (*unexpected trading volume*). Pada bagian analisis data ini, akan diuraikan bagaimana mencari parameter normal dari volume transaksi. Kemudian akan diamati volume transaksi selama 7 hari seputar publikasi laporan analisis keuangan, apakah ada lonjakan volume transaksi yang signifikan di seputar publikasi laporan analisis keuangan terhadap periode non publikasi (*non announcement period*).

Estimasi parameter *expected trading volume* dari 70 perusahaan diperoleh dengan melakukan regresi dari V_{it} dan V_{mt} yang telah dihitung sebelumnya. Setelah melakukan regresi dan sebelum melakukan analisis lebih lanjut, dilakukan uji terhadap model regresi yang dipergunakan dan uji asumsi klasik untuk mendapatkan estimator yang tidak bias. Uji terhadap kelayakan model regresi dilakukan dengan menguji parameter b_i , apakah b_i berbeda secara nyata dengan nol (0). Uji tersebut dilakukan dengan membandingkan nilai t statistik dari b_i dengan nilai t tabel. Nilai b_i dan nilai t statistik dari 70 sampel dapat dilihat pada Tabel 4.2.

TABEL 4.1.**Daftar Nilai β_i dan t statistik**

No.	Kode	Nama Perusahaan	β_i	t stat.
1	ALKA	ALUMINDO PERKASA	0.00793100	0.11800000
2	ADMG	ANDAYANI MEGAH	-0.00180100	-0.06100000
3	MYTX	APAC CENTERTEX	-0.00286200	-0.32300000
4	AKPI	ARGHA KARYA PRIMA IND.	0.00492200	0.32000000
5	ARGO	ARGO PANTES	*)	
6	AMFG	ASAHIMAS FLAT GLASS	0.02328100	0.34800000
7	ASTR	ASTER DHARMA INDUSTRY	*)	
8	ASII1	ASTRA INTERNASIONAL	-0.000845886	-0.23000000
9	ASII2	ASTRA INTERNASIONAL	0.00382500	0.58700000
10	ASII3	ASTRA INTERNASIONAL	0.000147379	0.15300000
11	BNBR	BAKRI BROTHERS	-0.000474524	-0.46100000
12	BNLI1	BANK BALI	0.000025699	0.05500000
13	BNLI2	BANK BALI	-0.0000206217	-0.08300000
14	BDMN1	BANK DANAMON	-0.000347761	-0.35200000
15	BDMN2	BANK DANAMON	-0.00302700	-0.69000000
16	BDTA	BANK DUTA	-0.0007849370	0.02600000
17	BNGA1	BANK NIAGA	0.000908862	0.45000000
18	BNGA2	BANK NIAGA	-0.000100526	-0.03200000
19	PNBN	BANK PAN INDONESIA Tbk	0.00039578	0.24600000
20	BRPT1	BARITO PACIFIC TIMBER	0.000307983	0.11100000
21	BRPT2	BARITO PASIFIC TIMBER	0.00448300	0.41200000
22	BATI	BAT INDONESIA	-0.0000153712	-0.10300000
23	BDNI	BDNI	-0.02707600	-0.52700000
24	BRNA	BERLINA	0.00799400	0.14400000
25	BNII1	BII	-0.000717532	-0.43200000
26	BNII2	BII	-0.000128905	-0.04700000
27	BRAM	BRANTA MULIA	*)	
28	BNUM	BUN	-0.0000680304	-0.27100000
29	CNTX	CENTEX	0.00139300	0.55600000
30	CTRA	CIPUTRA DEVELOPMENT Tbk	0.000308879	0.48900000
31	CNBE	CONCORD BENEFIT ENTERPRISES	0.000659677	0.04500000
32	DYNA	DYNAPLAST	0.0000645755	0.06600000
33	ESTI	EVER SHINE TEXTILE	-0.01846700	-0.30300000
34	GJTL	GADJAH TUNGGAL	-0.00239800	-0.29500000

Daftar Nilai β_i dan t statistik (lanjutan)

No.	Kode	Nama Perusahaan	β_i	t stat.
35	GDYR	GOODYEAR INDONESIA	0.0000237748	0.12800000
36	GGRM1	GUDANG GARAM	-0.000102517	-0.25900000
37	GGRM2	GUDANG GARAM	0.000408715	0.46700000
38	HERO	HERO SUPERMARKET	-0.000431364	-0.31700000
39	HMSP	HM SAMPOERNA	0.000909374	0.42900000
40	IGAR	IGARJAYA	-0.0000302853	-0.08000000
41	INKP	INDAH KIAT PULP & PAPER	0.000159064	0.04400000
42	INAI	INDAL ALUMUNIUM INDUSTRY	0.0000411296	0.12800000
43	INTP1	INDOCEMENT T. PERKASA	0.00017228	0.25900000
44	INTP2	INDOCEMENT T. PERKASA	-0.0000226327	-0.03100000
45	INDF	INDOFOOD SUKSES MAKMUR	-0.000107001	-0.07500000
46	JPRS	JAYA PARI STEEL	*)	
47	JRPT	JAYA REAL PROPERTY	-0.000124951	-0.21100000
48	KARW	KARWELL INDONESIA	-0.00290800	-0.18200000
49	LMPI	LANGGENG MAKMUR P. IND.	*)	
50	LPBN1	LIPPO BANK	0.000296679	0.13300000
51	LPBN2	LIPPO BANK	0.00224200	0.26400000
52	LPIN	LIPPO INDUSTRIES	*)	
53	LPLD	LIPPO LAND DEVELOPMENT	0.00412300	0.27800000
54	MPPA	MATAHARI PUTRA PRIMA	0.000874465	0.12400000
55	MDLN	MODERNLAND REALTY	-0.00207100	-0.58200000
56	HDTX	PANASIA INDOSYNTAX	-0.02419000	-0.53900000
57	RMBA	RIMBA NIAGA IDOLA	0.00830400	0.29400000
58	RDTX	RODA VIVATEX	-0.01913500	-0.44400000
59	SMCB	SEMEN CIBINONG	0.00186400	0.14500000
60	SMGR	SEMEN GRESIK	-0.00118500	-0.09400000
61	SAMM	SINAR MAS MULTIARTHA	0.0000812535	0.23300000
62	SULI1	SUMALINDO LESTARI JAYA	-0.000731048	-0.03500000
63	SULI2	SUMALINDO LESTARI JAYA	0.000516733	0.08600000
64	SUDI	SURYA DUMAI INDUSTRI	0.00401900	0.14400000
65	TIND	TAMBANG TIMAH	0.00133300	0.25600000
66	TLKM	TELEKOMUNIKASI INDONESIA	0.00081608	0.17300000
67	TEJA	TEXMACO JAYA	0.0000197083	0.14300000
68	TPEN	TEXMACO PERKASA ENG.	-0.00000307741	-0.18300000
69	TRST	TRIAS SENTOSA	0.00013569	0.02200000
70	UGAR	UGAHARI	0.00143000	0.59600000

Catatan:

*) This equation cannot be processed: Fewer than 2 variables remain

Nilai t_{tabel} untuk derajat kebebasan 250 dengan tingkat signifikan 95% adalah 1,9695. Dari hasil regresi 70 perusahaan tersebut, seluruhnya memiliki nilai t statistik (t_{hitung}) jauh di bawah t_{tabel} . Berarti rumus regresi untuk mendapatkan ukuran volume transaksi saham yang memperhitungkan transaksi pasar tidak berlaku.

Setelah uji kelayakan model regresi, dilakukan uji asumsi klasik dengan menggunakan uji otokorelasi *Durbin Watson test (DW test)*. DW test dari hasil regresi dibandingkan dengan tabel Durbin Watson.

Nilai DW Statistik dari 70 saham perusahaan yang telah dilakukan pengujian kelayakan model dapat dilihat pada Tabel 4.2. sebagai berikut.

TABEL 4.2.

Daftar Nilai DW Statistik

No.	Kode	Nama Perusahaan	DW stat.
1	ALKA	ALUMINDO PERKASA	2.87297000
2	ADMG	ANDAYANI MEGAH	0.95095000
3	MYTX	APAC CENTERTEX	2.20836000
4	AKPI	ARGHA KARYA PRIMA IND.	2.90542000
5	ARGO	ARGO PANTES *)	
6	AMFG	ASAHIMAS FLAT GLASS	1.40270000
7	ASTR	ASTER DHARMA INDUSTRY *)	
8	ASII1	ASTRA INTERNASIONAL	2.38368000
9	ASII2	ASTRA INTERNASIONAL	2.19281000
10	ASII3	ASTRA INTERNASIONAL	1.94321000
11	BNBR	BAKRI BROTHERS	1.60512000
12	BNLI1	BANK BALI	2.43484000
13	BNLI2	BANK BALI	2.41764000
14	BDMN1	BANK DANAMON	2.30149000
15	BDMN2	BANK DANAMON	1.60819000
16	BDTA	BANK DUTA	1.15752000
17	BNGA1	BANK NIAGA	2.41114000
18	BNGA2	BANK NIAGA	1.38978000
19	PNBN	BANK PAN INDONESIA Tbk	2.72564000
20	BRPT1	BARITO PACIFIC TIMBER	1.53910000
21	BRPT2	BARITO PASIFIC TIMBER	2.54465000
22	BATI	BAT INDONESIA	2.85678000
23	BDNI	BDNI	0.92665000
24	BRNA	BERLINA	2.10324000
25	BNII1	BII	2.17457000
26	BNII2	BII	3.01346000
27	BRAM	BRANTA MULIA *)	
28	BNUM	BUN	1.65485000
29	CNTX	CENTEX	1.73349000
30	CTRA	CIPUTRA DEVELOPMENT Tbk	3.37888000

Daftar Nilai DW Statistik (lanjutan)

No.	Kode	Nama Perusahaan	DW stat.
31	CNBE	CONCORD BENEFIT ENTERPRISES	0.71901000
32	DYNA	DYNAPLAST	2.35719000
33	ESTI	EVER SHINE TEXTILE	0.73016000
34	GJTL	GADJAH TUNGGAL	1.22616000
35	GDYR	GOODYEAR INDONESIA	2.02380000
36	GGRM1	GUDANG GARAM	2.04563000
37	GGRM2	GUDANG GARAM	1.51536000
38	HERO	HERO SUPERMARKET	2.67221000
39	HMSP	HM SAMPOERNA	2.33391000
40	IGAR	IGARJAYA	2.49543000
41	INKP	INDAH KIAT PULP & PAPER	2.98913000
42	INAI	INDAL ALUMUNIUM INDUSTRY	2.02380000
43	INTP1	INDOCEMENT TUNGGAL PERKASA	2.07254000
44	INTP2	INDOCEMENT TUNGGAL PERKASA	1.30333000
45	INDF	INDOFOOD SUKSES MAKMUR	2.53259000
46	JPRS	JAYA PARI STEEL	*)
47	JRPT	JAYA REAL PROPERTY	3.11103000
48	KARW	KARWELL INDONESIA	2.24737000
49	LMPI	LANGGENG MAKMUR PLASTIC IND.	*)
50	LPBN1	LIPPO BANK	2.20934000
51	LPBN2	LIPPO BANK	1.14188000
52	LPIN	LIPPO INDUSTRIES	*)
53	LPLD	LIPPO LAND DEVELOPMENT	2.93351000
54	MPPA	MATAHARI PUTRA PRIMA	2.09833000
55	MDLN	MODERNLAND REALTY	1.19012000
56	HDTX	PANASIA INDOSYNTEX	0.91101000
57	RMBA	RIMBA NIAGA IDOLA	2.23112000
58	RDTX	RODA VIVATEX	0.69649000
59	SMCB	SEMEN CIBINONG	1.90985000
60	SMGR	SEMEN GRESIK	2.17453000
61	SAMM	SINAR MAS MULTIARTHA	1.54046000
62	SULI1	SUMALINDO LESTARI JAYA	2.37122000
63	SULI2	SUMALINDO LESTARI JAYA	2.38725000
64	SUDI	SURYA DUMAI INDUSTRI	1.99603000
65	TIND	TAMBANG TIMAH	1.82794000
66	TLKM	TELEKOMUNIKASI INDONESIA	1.61838000
67	TEJA	TEXMACO JAYA	2.16075000
68	TPEN	TEXMACO PERKASA ENGINEERING	2.12901000
69	TRST	TRIAS SENTOSA	1.13493000
70	UGAR	UGAHARI	2.50964000

Catatan:

*)This equation cannot be processed: Fewer than 2 variables remain

Dari 70 saham perusahaan yang lolos pengujian otokorelasi dengan tabel Durbin Watson sebanyak 40 saham perusahaan. Dari pengujian atas regresi perdagangan saham harian suatu perusahaan terhadap total perdagangan pasar (t test dan uji Durbin Watson) didapatkan fakta bahwa model regresi di atas seluruh sampel tidak ada yang lolos uji nilai b_1 dan hanya 40 saham perusahaan yang lolos uji Durbin Watson. Hal ini menunjukkan bahwa rumu regresi tersebut tidak dapat diterapkan di pasar modal Indonesia yang berarti bahwa perdagangan suatu jenis saham tidak berkorelasi dengan total perdagangan pasar. Karena rumus regresi untuk mendapatkan ukuran volume perdagangan saham suatu perusahaan yang memperhitungkan volume perdagangan pasar tidak berlaku di pasar modal Indonesia, maka dalam melihat ada tidaknya reaksi pasar seputar publikasi laporan analis keuangan hanya menggunakan ukuran volume perusahaan yang tidak memperhitungkan perdagangan pasar (V_{it}).

Untuk mendapatkan ukuran dari volume transaksi selama *non announcemet period* adalah dengan menghitung median dan mean dari V_{it} untuk masing-masing perusahaan selama periode 12 bulan pengamatan sebagaimana terlihat pada Tabel 4.3.

TABEL 4.3.

Median dan Mean dari V_{it}

No.	Kode	Nama Perusahaan	Mean V_{it}	Median V_{it}
1	ALKA	ALUMINDO PERKASA	0.26777210832	0.00714286000
2	ADMG	ANDAYANI MEGAH	0.60860711336	0.27649998700
3	MYTX	APAC CENTERTEX	0.30315944552	0.11769607700
4	AKPI	ARGHA KARYA PRIMA IND.	0.18965999783	0.04507575900
5	ARGO	ARGO PANTES	0.00562019041	0.00000000000
6	AMFG	ASAHIMAS FLAT GLASS	0.30044254661	0.14867511400
7	ASTR	ASTER DHARMA INDUSTRY	0.01891269907	0.00000000000
8	ASII1	ASTRA INTERNASIONAL	0.07303430140	0.01704643500
9	ASII2	ASTRA INTERNASIONAL	0.07303430140	0.01704643500
10	ASII3	ASTRA INTERNASIONAL	0.07303430140	0.01704643500
11	BNBR	BAKRI BROTHERS	0.02425016835	0.01101651000
12	BNLI1	BANK BALI	0.00198961678	0.00000000000
13	BNLI2	BANK BALI	0.00198961678	0.00000000000
14	BDMN1	BANK DANAMON	0.06769274175	0.04571428500
15	BDMN2	BANK DANAMON	0.06769274175	0.04571428500
16	BDTA	BANK DUTA	0.05824420601	0.01711230000
17	BNGA1	BANK NIAGA	0.01919459179	0.00264550000
18	BNGA2	BANK NIAGA	0.01919459179	0.00264550000
19	PNBN	BANK PAN INDONESIA Tbk	0.00878618937	0.00074750500
20	BRPT1	BARITO PACIFIC TIMBER	0.11205640435	0.05826785400
21	BRPT2	BARITO PASIFIC TIMBER	0.11205640435	0.05826785400
22	BATI	BAT INDONESIA	0.00467171706	0.00000000000
23	BDNI	BDNI	0.24104943871	0.16638246200
24	BRNA	BERLINA	0.26319876313	0.02391304100

No.	Kode	Nama Perusahaan	Mean V_i	Median V_i
25	BNII1	BII	0.04384582117	0.02188469500
26	BNII2	BII	0.04384582117	0.02188469500
27	BRAM	BRANTA MULIA	0.01584656164	0.00000000000
28	BNUM	BUN	0.00693623023	0.00063694000
29	CNTX	CENTEX	0.01232142840	0.00000000000
30	CTRA	CIPUTRA DEVELOPMENT Tbk	0.03892116486	0.01646667000
31	CNBE	CONCORD BENEFIT ENT.	1.08460879326	0.18095238500
32	DYNA	DYNAPLAST	0.10519383103	0.04634615800
33	ESTI	EVER SHINE TEXTILE	0.21755388379	0.07767558100
34	GJTL	GADJAH TUNGGAL	0.12439010292	0.08308079800
35	GDYR	GOODYEAR INDONESIA	0.00532326754	0.00000000000
36	GGRM1	GUDANG GARAM	0.01927232929	0.01256497000
37	GGRM2	GUDANG GARAM	0.01927232929	0.01256497000
38	HERO	HERO SUPERMARKET	0.12258443236	0.02627659600
39	HMSP	HM SAMPOERNA	0.03707782179	0.02750000000
40	IGAR	IGARJAYA	0.22656109929	0.00000000000
41	INKP	INDAH KIAT PULP & PAPER	0.05726123974	0.04174321100
42	INAI	INDAL ALUMINIUM IND.	0.09243018180	0.00000000000
43	INTP1	INDOCEMENT TUNGGAL P.	0.02654456161	0.00740472000
44	INTP2	INDOCEMENT TUNGGAL P.	0.02654456161	0.00740472000
45	INDF	INDOFOOD SUKSES MAKMUR	0.02407460660	0.01657929000
46	JPRS	JAYA PARI STEEL	0.00600265618	0.00000000000
47	JRPT	JAYA REAL PROPERTY	0.01370178908	0.00117021000
48	KARW	KARWELL INDONESIA.	0.22894574702	0.02564103000
49	LMPI	LANGGENG MAKMUR P. IND.	0.00333243306	0.00000000000
50	LPBN1	LIPPO BANK	0.03862566128	0.02339557000
51	LPBN2	LIPPO BANK	0.03862566128	0.02339557000
52	LPIN	LIPPO INDUSTRIES	0.27045151591	0.09523810000
53	LPLD	LIPPO LAND DEVELOPMENT	0.25104546547	0.06485943500
54	MPPA	MATAHARI PUTRA PRIMA	0.14589405060	0.09140798400
55	MDLN	MODERNLAND REALTY	0.19108650088	0.00348101500
56	HDTX	PANASIA INDOSYNTAX	0.13488297164	0.03491541700
57	RMBA	RIMBA NIAGA IDOLA	0.75487530231	0.00000000000
58	RDTX	RODA VIVATEX	0.39865833521	0.15089285400
59	SMCB	SEMEN CIBINONG	0.01699211262	0.00487805000
60	SMGR	SEMEN GRESIK	0.08986689895	0.06589376200
61	SAMM	SINAR MAS MULTIARTHA	0.00596509967	0.00001885500
62	SULI1	SUMALINDO LESTARI JAYA	0.04882539809	0.00680000000
63	SULI2	SUMALINDO LESTARI JAYA	0.04882539809	0.00680000000
64	SUDI	SURYA DUMAI INDUSTRI	0.06651835144	0.00000000000
65	TIND	TAMBANG TIMAH	0.05802170932	0.03543737500
66	TLKM	TELKOM	0.07361239722	0.03147166200
67	TEJA	TEXMACO JAYA	0.02528053336	0.00152778000
68	TPEN	TEXMACO PERKASA ENG.	0.00053174602	0.00010000000
69	TRST	TRIAS SENTOSA	0.02231660485	0.01128472000
70	UGAR	UGAHARI	0.01032647863	0.00000000000

Dari hasil perhitungan median V_{it} dan mean V_{it} dapat diperoleh fakta bahwa median V_{it} dari 70 sampel perusahaan yang diamati lebih kecil dari mean V_{it} , jadi nilai V_{it} tidak terdistribusi secara normal, oleh karena itu analisis V_{it} dari 70 sampel perusahaan akan menggunakan statistik non parametrik.

Analisis *unexpected trading volume* selama periode pengamatan 7 hari seputar publikasi dengan membandingkan median V_{i7} (median selama 7 hari pengamatan) dengan median V_{it} . Hasil perbandingan yaitu selisih (d_7) diranking dan kemudian hasil ranking dipisahkan menurut positif dan negatifnya nilai d_7 . Hasil analisis beda median V_{i7} dengan median V_{it} dapat dilihat pada tabel berikut.

TABEL 4.4.

Analisis pengaruh publikasi laporan analisis keuangan Terhadap volume transaksi untuk periode 7 hari seputar tanggal publikasi

No.	Kode	Med V_{i7}	Med V_{it}	d_7 (Med V_{i7} - Med V_{it})	Ranking	Ranking Positif	Ranking Negatif
1	ALKA	0.56904757000	0.00714286000	0.56190471000	56	56	
2	ADMG	0.32400000000	0.27649998700	0.04750001300	46	46	
3	MYTX	0.10745100000	0.11769607700	-0.01024507700	26		26
4	AKPI	0.08030300000	0.04507575900	0.03522724100	39	39	
5	ARGO	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
6	AMFG	0.60633641000	0.14867511400	0.45766129600	55	55	
7	ASTR	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
8	ASII1	0.01504730000	0.01704643500	-0.00199913500	10		10
9	ASII2	0.01784180000	0.01704643500	0.00079536500	5	5	
10	ASII3	0.00451420000	0.01704643500	-0.01253223500	28		28
11	BNBR	0.01228070000	0.01101651000	0.00126419000	6	6	
12	BNL1	0.03728020000	0.00000000000	0.03728020000	41	41	
13	BNL2	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
14	BDMN1	0.01254460000	0.04571428500	-0.03316968500	38		38
15	BDMN2	0.07053570000	0.04571428500	0.02482141500	35	35	
16	BDTA	0.06978610000	0.01711230000	0.05267380000	48	48	
17	BNGA1	0.00000000000	0.00264550000	-0.00264550000	11		11
18	BNGA2	0.02830690000	0.00264550000	0.02566140000	36	36	
19	PNBN	0.00033220000	0.00074750500	-0.00041530500	2		2
20	BRPT1	0.04107140000	0.05826785400	-0.01719645400	31		31
21	BRPT2	0.11375000000	0.05826785400	0.05548214600	50	50	
22	BATI	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
23	BDNI	0.36784410000	0.16638246200	0.20146163800	54	54	
24	BRNA	0.01956520000	0.02391304100	-0.00434784100	16		16
25	BNII1	0.01825320000	0.02188469500	-0.00363149500	14		14
26	BNII2	0.03728020000	0.02188469500	0.01539550500	29	29	
27	BRAM	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
28	BNUM	0.00015920000	0.00063694000	-0.00047774000	4		4
29	CNTX	0.00500000000	0.00000000000	0.00500000000	18	18	
30	CTRA	0.00660000000	0.01646667000	-0.00986667000	25		25

**Analisis pengaruh publikasi laporan analisis keuangan
Terhadap volume transaksi untuk periode 7 hari seputar tanggal publikasi
(lanjutan)**

No.	Kode	Med V_{i7}	Med V_{it}	d7 (Med V_{i7} - Med V_{it})	Ranking	Ranking Positif	Ranking Negatif
31	CNBE	0.09761900000	0.18095238500	-0.08333338500	51		51
32	DYNA	0.00000000000	0.04634615800	-0.04634615800	45		45
33	ESTI	0.76906347000	0.07767558100	0.69138788900	58	58	
34	GJTL	0.04084600000	0.08308079800	-0.04223479800	43		43
35	GDYR	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
36	GGRM1	0.00595110000	0.01256497000	-0.00661387000	19		19
37	GGRM2	0.00496360000	0.01256497000	-0.00760137000	21		21
38	HERO	0.00531910000	0.02627659600	-0.02095749600	32		32
39	HMSF	0.02711110000	0.02750000000	-0.00038890000	1		1
40	IGAR	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
41	INKP	0.05019970000	0.04174321100	0.00845648900	23	23	
42	INAI	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
43	INTP1	0.00548880000	0.00740472000	-0.00191592000	9		9
44	INTP2	0.00362470000	0.00740472000	-0.00378002000	15		15
45	INDF	0.01379420000	0.01657929000	-0.00278509000	12		12
46	JRS	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
47	JRPT	0.00968090000	0.00117021000	0.00851069000	24	24	
48	KARW	0.15512820000	0.02564103000	0.12948717000	53	53	
49	LMPI	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
50	LPBN1	0.01254380000	0.02339557000	-0.01085177000	27		27
51	LPBN2	0.06761960000	0.02339557000	0.04422403000	44	44	
52	LPIN	0.00000000000	0.09523810000	-0.09523810000	52		52
53	LPLD	0.65120482000	0.06485943500	0.58634538500	57	57	
54	MPPA	0.06929050000	0.09140798400	-0.02211748400	33		33
55	MDLN	0.00000000000	0.00348101500	-0.00348101500	13		13
56	HDTX	0.09407890000	0.03491541700	0.05916348300	49	49	
57	RMBA	0.03571430000	0.00000000000	0.03571430000	40	40	
58	RDTX	0.11904760000	0.15089285400	-0.03184525400	37		37
59	SMCB	0.01250000000	0.00487805000	0.00762195000	22	22	
60	SMGR	0.02824620000	0.06589376200	-0.03764756200	42		42
61	SAMM	0.00045250000	0.00001885500	0.00043364500	3	3	
62	SULI1	0.00000000000	0.00680000000	-0.00680000000	20		20
63	SULI2	0.03040000000	0.00680000000	0.02360000000	34	34	
64	SUDI	0.01687500000	0.00000000000	0.01687500000	30	30	
65	TINS	0.03379720000	0.03543737500	-0.00164017500	7		7
66	TLKM	0.08193510000	0.03147166200	0.05046343800	47	47	
67	TEJA	0.00013890000	0.00152778000	-0.00138888000	8		8
68	TPEN	0.00010000000	0.00010000000	0.00000000000	*)		
69	TRST	0.01579860000	0.01128472000	0.00451388000	17	17	
70	UGAR	0.00000000000	0.00000000000	0.00000000000	*)		
Jumlah						1019	692

Catatan:

*) This equation cannot be processed: Fewer than 2 variables remain

Dari 70 sampel perusahaan, terdapat 12 perusahaan yang mempunyai nilai d_7 sama dengan nol, 29 perusahaan mempunyai nilai d_7 positif dan 29 perusahaan mempunyai nilai d_7 negatif. Dalam pengujian, didapatkan jumlah ranking perbedaan d_7 bernilai positif sebanyak 1019, sedangkan jumlah ranking perbedaan d_7 bernilai negatif sebanyak 692.

Untuk menolak hipotesis nol penelitian, yaitu $\text{median } V_{it} \leq \text{median } V_{i7}$, maka seharusnya semua perbedaan median V_{it} dengan median V_{i7} bernilai positif. Jika ada perbedaan median V_{it} dengan median V_{i7} bernilai negatif, untuk menolak hipotesis nol penelitian, maka jumlah ranking perbedaan yang bernilai negatif harus lebih kecil dari jumlah ranking perbedaan yang bernilai positif.

Hasil analisis menunjukkan jumlah sampel yang bernilai d_7 negatif sama dengan jumlah sampel yang bernilai d_7 positif, akan tetapi jumlah ranking perbedaan d_7 yang bernilai positif 1019 lebih besar dari jumlah ranking perbedaan d_7 yang bernilai negatif 692. Jadi dapat disimpulkan bahwa dengan pengamatan 7 hari seputar tanggal publikasi terdapat reaksi pasar, khususnya volume transaksi yang lebih besar dari volume transaksi normal pada 29 sampel perusahaan.

Excess Return

Pengujian statistik yang dilakukan terdapat *excess return* adalah untuk mengetahui seberapa jauh *excess return* mampu menjelaskan pengaruh publikasi laporan analisis keuangan yang dimuat dalam *Indonesian Commercial Newsletter* edisi tahun 1996. Pengujian dilakukan dengan harapan bahwa *excess return* akan menjadi salah satu bukti ada tidaknya pengaruh dari publikasi laporan analisis keuangan terhadap keputusan investor.

Pengujian terhadap pengaruh publikasi laporan analisis keuangan terhadap *excess return* harian dilakukan pada periode pengamatan $t-3$, $t-2$, $t-1$, t_0 , $t+1$, $t+2$, dan $t+3$. Pengujian tersebut dilakukan dengan menggunakan *two tailed student t-test* (*t-test for paired samples*) pada *level of confidence* sebesar 5% (0,05). Pengujian dengan *two tailed students t-test* menghasilkan dua dasar untuk pengambilan keputusan (kesimpulan) yaitu 1) berdasarkan perbandingan t_{hitung} dengan t_{tabel} dan perbandingan probabilitas (signifikansi) dengan *level of confidence* sebesar 5% (0,05).

Pengujian pada hari pengamatan $t-3$ diperoleh $t_{hitung} = -1,000$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,3210. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Pengujian pada hari pengamatan $t-2$ diperoleh $t_{hitung} = 1,6200$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,1100. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai

pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Pengujian pada hari pengamatan t-1 diperoleh $t_{hitung} = 0,1300$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,8990. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Pengujian pada hari pengamatan t-0 diperoleh $t_{hitung} = 1,1300$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,2620. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Pengujian pada hari pengamatan t+1 diperoleh $t_{hitung} = -1,7400$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,0860. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Pengujian pada hari pengamatan t+2 diperoleh $t_{hitung} = -1,3300$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,1880. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Pengujian pada hari pengamatan t+3 diperoleh $t_{hitung} = -0,7500$, $t_{tabel} = 1,9949$ signifikansi pada 0,4560. Hasil pengujian menunjukkan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi jauh di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh (berhubungan) terhadap *excess return*.

Uraian tersebut di atas dapat ditampilkan dalam tabel sebagai berikut:

TABEL 4.5.

Perbandingan t_{hitung} dengan t_{tabel}

Hari pengamatan	t_{hitung}	t_{tabel}	$t_{hitung} > t_{tabel}$		$t_{hitung} < t_{tabel}$	
			Ho - ditolak	Ho - tidak dapat ditolak	Ho - ditolak	Ho - tidak dapat ditolak
			df=69 alpha=5%			
t - 3	-1.0000	1.9949	-		ya	
t - 2	1.6200	1.9949	-		ya	
t - 1	0.1300	1.9949	-		ya	
t - 0	1.1300	1.9949	-		ya	
t + 1	-1.7400	1.9949	-		ya	
t + 2	-1.3300	1.9949	-		ya	
t + 3	-0.7500	1.9949	-		ya	

TABEL 4.6.

Perbandingan probabilitas dengan tingkat signifikansi

Hari pengamatan	2-tail Sig. (prob.)	Tingkat Sig. 0,05	prob. > 0,05 Ho - tidak dapat ditolak	prob. < 0,05 Ho - ditolak
t - 3	0.3210	0.0500	Ya	-
t - 2	0.1100	0.0500	Ya	-
t - 1	0.8990	0.0500	Ya	-
t - 0	0.2620	0.0500	Ya	-
t + 1	0.0860	0.0500	Ya	-
t + 2	0.1880	0.0500	Ya	-
t + 3	0.4560	0.0500	Ya	-

Secara keseluruhan dapat dianalisis bahwa publikasi laporan analisis keuangan pada *Indonesian Commercial Newsletter* tahun 1996 selama tujuh hari pengamatan seputar publikasi menunjukkan tidak ada yang memiliki nilai t_{hitung} yang lebih besar dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi di atas 0,05 sehingga berada dalam kurva penerimaan H_0 atau H_0 tidak dapat ditolak. Jadi dari hasil analisis mengenai pengaruh publikasi laporan analisis keuangan terhadap *excess return* dapat dikatakan bahwa publikasi laporan analisis keuangan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *excess return*.

Excess return dari 70 sampel saham perusahaan selama periode 7 hari pengamatan seputar publikasi yaitu t-3, t-2, t-1, t0, t+1, t+2, dan t+3 dapat digambarkan sebagai berikut:

TABEL 4.7.

Excess return harian dari 70 perusahaan sampel

No.	Hari pengamatan	Excess return
1.	t-3	0.34012308
2.	t-2	-0.19956543
3.	t-1	-0.27699247
4.	t 0	-1.13525624
5.	t+1	-0.28874097
6.	t+2	0.06298743
7.	t+3	0.38183245

KESIMPULAN

Kesimpulan

Berdasarkan pengujian dan analisis data yang dilakukan pada bab terdahulu, maka pada bab ini akan disimpulkan menurut hasil pengujian dan analisis data yang telah dilakukan dari dua pengujian yaitu pengujian volume transaksi dan pengujian *excess return* saham.

Pengujian pertama adalah pengujian pengaruh publikasi laporan analisis keuangan terhadap volume transaksi saham. Hasil pengujian dengan periode pengamatan 7 hari seputar tanggal publikasi menunjukkan bahwa dari 70 sampel perusahaan, 12 sampel mempunyai nilai d_7 sama dengan nol, 29 sampel perusahaan mempunyai nilai d_7 positif, dan 29 sampel perusahaan mempunyai nilai d_7 negatif. Dari jumlah ranking perbedaan didapat jumlah ranking perbedaan yang bernilai d_7 positif 1019 lebih besar dari jumlah ranking perbedaan yang bernilai d_7 negatif 692, sehingga dapat disimpulkan pada 7 hari pengamatan seputar tanggal publikasi laporan analisis keuangan terdapat reaksi pasar berupa lonjakan volume transaksi (*unexpected trading volume*).

Berkaitan dengan hipotesis yang diajukan, maka berdasarkan hasil analisis yang diperoleh dinyatakan berhasil menerima hipotesis pertama (H_1)

Pengujian kedua adalah pengujian pengaruh publikasi laporan analisis keuangan terhadap *excess return*. Hasil pengujian untuk *return* dengan *event windows* selama 7 hari pengamatan seputar tanggal publikasi yaitu $t-3$, $t-2$, $t-1$, t_0 , $t+1$, $t+2$, dan $t+3$ menunjukkan bahwa tidak ada yang memiliki nilai t_{hitung} yang lebih besar dari pada nilai t_{tabel} dan nilai signifikansi di atas 0,05 sehingga berada dalam kurva penerimaan H_0 . Jadi publikasi laporan analisis keuangan pada *Indonesian Commercial Newsletter* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* atau tidak mampu memprediksi *return* sahamnya.

Berkaitan dengan hipotesis yang diajukan, maka berdasarkan hasil analisis yang diperoleh dinyatakan tidak berhasil menerima hipotesis kedua (H_2). Kesimpulan ini tidak sejalan dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Hirst, et, al. (1995) dan Beneish (1991).

REFERENSI

- Arifin, Jauhar dan Baridwan, Zaki, "Analisis Hubungan Antara Polling Saham Unggulan Sepekan Media Indonesia dengan Perubahan Harga Saham di Bursa Efek Jakarta", *Kelola Gadjah Mada University Business Review* No. 14/VI/1997, hal. 31-41.
- Arsyah, Yan, "Pengaruh Perubahan Dividen Terhadap Future Earnings : Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEJ", Skripsi, tidak dipublikasikan, 1999, FE-UGM, Yogyakarta.
- Bamber, Linda Smith, "The information content of Annual Earning Release: A Trading Volume Approach", *Journal of Accounting Research*, Spring 1986, hal. 40-55.

- Baridwan, Zaki dan Parawiyati, "Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Indonesia", Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 1, No. 1, Januari 1998.
- Belkaoui, Ahmed, "Accounting Theory", University of Illinois.
- Beneish, Messod D., "Stock Price and the Dissemination of Analysts' Recommendations", Journal of Business, 1991, Vol. 64 No. 3, hal. 393-416.
- Elton, E.J. dan Gruber, M.J., "Modern Portofolio and Investment Analysis", 4th Edition, New York: John Willey and Sons, 1991.
- Fama, Eugene F., "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity", The Journal of Finance, Vol. XLV, No. 4, September 1990, hal. 1089 – 1108.
- Foster, George, "Financial Statement Analysis", 2nd Edition, New Jersey, Prentice Hall International, 1986.
- Hendriksen, Eldon S., "Accounting Theory", 4th Edition, Richard D. Irwin, Inc., 1982.
- Hirst, D. Eric, et. all, "Investor Reactions to Financial Analysts' Research Reports", Journal of Accounting Research, Vol. 33 No. 2, Autumn, 1995, hal. 335-351.
- Loughran, Tim and Jay R., Ritter, "The new issues puzzle", Journal of Finance, No. 50, 1995, hal. 23-51
- Manurung, Adler Haymans, "Risk Premium and Volatility on the Jakarta Stock Exchange", Kelola Gajah Mada University Business Review No. 14/VI/1997, hal. 42-52.
- Na'im, Ainun, "Peran Pasar Modal dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia", Kelola Gajah Mada University Business Review No. 14/VI/1997, hal. 1-17.
- Na'im, Ainun dan Beza, Berhanu, "The Information Content of Annual Earnings Announcements a Trading Volume Approach", Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. I, No. 2, Juli 1998, hal. 163-173.
- Ritter, Jay R., "The long run of performance of initial public offerings", Journal of Finance, No. 46, 1991, hal. 3-28
- Rogers, Ronald C., et. al., "Market Response to Value Line OTC Cpesial Situations Service Recommendations", University of Nebraska-Lincoln, 1991.
- Sartono, R. Agus, "Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi", Edisi Ketiga, BPFE-UGM, 1996
- Setiawati, Lilis, "Pengaruh Publikasi Laba Akuntansi terhadap volume transaksi saham: Studi Kasus pada PT Bursa Efek Jakarta", Skripsi, tidak dipublikasikan, 1995, FE-UGM, Yogyakarta
- Subkhan, Muhammad, "Peran Pasar Modal sebagai Alternatif Sumber Dana Bagi Perusahaan", Kajian Bisnis-STIE Widya Wiwaha, No. 11, Mei-September 1997, hal. 17-23
- Susiyanto, M. Fendi, "Market Overreaction in the Indonesia Stock Market", Kelola, Gajah Mada University Business Review, No. 16/VI/1997, hal. 88-100.
- Suwandi, Titin, "Kinerja Bursa Efek Jakarta 1998-1996", Kelola Gajah Mada University Business Review No. 14/VI/1997, hal. 18-30.
- Tandelilin, Eduardus, "Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock", Kelola Gajah Mada University Business Review No. 16/VI/1997, hal. 101-115.
- Watts, Ross L. dan Zimmerman, Jerold L., "Positive Accounting Theory", Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1986