

EVENT STUDY: PENGUMUMAN LABA TERHADAP REAKSI PASAR MODAL (STUDY EMPIRIS, BURSA EFEK INDONESIA 2004-2006)

Binsar I. K. Telaumbanua dan Sumiyana*
Universitas Gadjah Mada

Abstract

This paper examines the investor reaction to earnings announcement around publication dates. This paper divides into two categories. There are the positive-earning announcements which include EPS increasing, and the negative-earning announcements which consist EPS decreasing. The examination of content and efficient market hypothesis used event study. We propose one hypothesis as positive-earnings announcement and negative-earnings announcement correlate to stock price reactions in IDX. The sample are the 29 companies from LQ 45 that release the annual earnings of year 2004-2006. The earnings announcement date is taken from Indonesian Securities Supervisory Agency (Bapepam). Statistical test with standard error of estimate (SEE) was used to test the abnormal return during event periods. The results show that investor do not respond significantly to the positive and negative earnings announcement at the announcement dates. In addition, earning announcements suggest information contents to capital market. Finally, the empirical result is contrary to the finding of Ball and Brown (1968), Foster (1977), and Hayn (1995). However, this evidence supports the Lako's studies (2002a, 2002c).

Keywords: event study, stock price reaction, efficient market, positive and negative earnings announcements, good and bad news

Pendahuluan

Pasar modal merupakan salah satu bagian dari pasar *financial* yang menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Husnan 1994). Pasar modal dalam menjalankan fungsi ekonomi berjalan dengan mengalokasikan dana secara efisien dari pihak yang memiliki dana kepada pihak yang membutuhkan dana, sedangkan fungsi keuangannya dapat ditunjukkan oleh adanya perolehan imbalan bagi pihak yang memberi dana sesuai dengan karakteristik investasi yang mereka pilih. Pasar modal menjadi salah satu pilihan bagi investor dalam menyalurkan dana yang mereka miliki. Dalam hal ini, informasi merupakan sesuatu hal yang sangat penting, karena seorang investor di dalam penginvestasian dana melakukan dengan cara membeli saham yang diperdagangkan di pasar modal. Ia harus memahami dan mempercayai bahwa semua informasi yang tersedia dan mekanisma perdagangan di pasar modal dapat dipercaya, serta tidak adanya pihak tertentu yang dapat memanipulasi secara buruk informasi terhadap mekanisma perdagangan tersebut.

Keberhasilan suatu perusahaan tersimak dari nilai perusahaan. Untuk perusahaan yang *go public*, nilai perusahaan dapat dicermati dari harga sahamnya. Harga saham selalu mencerminkan nilai perusahaan apabila pasar modal dalam keadaan efisien. Pasar yang efisien selalu dapat menunjukkan harga saham yang mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi yang tersedia. Informasi tersebut dapat berupa laporan tahunan perusahaan, pembagian deviden, pemecahan saham, laporan para analis pasar modal, dan lain sebagainya. Pasar modal yang efisien menjadikan harga saham untuk selalu cenderung wajar dan benar-benar mencerminkan nilai perusahaan yang bersangkutan, sehingga tidak ada perbedaan harga saham yang *overvalue* ataupun *undervalue*. Apabila benar bahwa harga-harga saham di pasar modal di Indonesia menunjukkan adanya *overvalue* ataupun *undervalue*, maka berarti pasar modal di Indonesia belumlah efisien. Selain itu, pasar modal yang efisien tertunjukkan ketika seluruh informasi yang relevan diterima oleh investor dan informasinya telah termaktub ke dalam harga saham yang dengan demikian harga saham selalu dapat diprediksikan.

Untuk menginvestigasi apakah pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk semi kuat, maka penelitian ini melakukan pengujian dengan menggunakan regresi interupsian atau yang disebut studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Penelitian ini menguji apakah pengumuman laporan laba perusahaan mempunyai kandungan informasi yang cukup untuk membuat pasar berreaksi terhadap pengumuman tersebut. Sementara itu, dalam catatan bahwa pasar yang efisien apabila harga sekuritas yang diperdagangkan di bursa selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Selanjutnya, tujuan Penelitian ini juga menguji secara empiris valid tidaknya hipotesis pasar efisien bagi pasar modal Indonesia. Sedangkan, manfaat penelitian ini bagi pelaku pasar modal adalah untuk pengambilan keputusan investasi yang hendak dilakukan.

Sistematika pembahasan mengorganisasi laporan penelitian dibagi dalam rincian sebagai berikut. Bagian 1 membahas tentang pendahuluan yang berisi latar belakang masalah, tujuan penelitian, dan manfaat penelitian. Bagian 2 membahas tentang telaah literatur dan perumusan hipotesis. Bagian 3 membahas tentang metoda penelitian. Bagian 4 membahas hasil penelitian dan temuan. Yang terakhir, bagian 5 membahas tentang kesimpulan, keterbatasan dan saran.

Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Pengertian Studi Peristiwa (*event study*)

Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) atas adanya informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi

(*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 2003). Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk mengidentifikasi adanya reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman laba memberikan kandungan informasi, maka pasar diharapkan untuk berreaksi dengan segera pada waktu pengumuman tersebut yang secara khusus ketika informasi tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas-sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau secara spesifik dengan menggunakan *abnormal return*.

Pengertian Pasar Modal yang Efisien.

Pasar yang efisien merupakan suatu pasar bursa dimana efek yang diperdagangkan merefleksikan semua informasi yang terjadi dengan cepat dan akurat. Konsep dari pasar yang efisien ini menyatakan bahwa pemodal selalu memasukkan faktor informasi yang tersedia dalam keputusan mereka, sehingga informasi tersebut selalu terrefleksikan pada harga yang mereka transaksikan. Jadi, harga yang berlaku di pasar sudah mengandung faktor informasi tersebut. Pengertian pasar modal efisien yang diterima secara luas adalah pasar modal yang apabila terdapat informasi baru, maka informasi tersebut tersebar luas, cepat dan mudah diperoleh secara murah oleh investor. Informasi ini meliputi hal yang diketahui dan relevan untuk mempertimbangkan harga saham dan tercermin secara cepat dalam harga saham. Sementara itu, Fama (1976) menyatakan bahwa "*a securities market is efficient if security prices fully reflect the information available.*"

Tingkat atau Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Efisiensi pasar modal tergantung pada kondisi tertentu, terutama volume perdagangan. Pasar dengan volume perdagangan yang relatif kecil menyulitkan investor untuk berreaksi terhadap informasi baru dan memudahkan bagi pedagang besar untuk memanipulasi karena adanya *channel* informasi (Banner 1985). Sesuai dengan konsep dasar efisiensi dan kondisi ideal pasar efisien, maka pasar modal yang efisien secara informasional dapat diklasifikasikan menjadi tiga bentuk atau tingkatan yaitu dalam urutan bahasan sebagai berikut.

Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah, jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh informasi masa lalu (Jogiyanto 2003). Perubahan harga pada hari ini tidak ada hubungannya dengan perubahan harga yang terjadi kemarin. Jika informasi datangnya secara acak banyak orang menyukai karena bisa mendapatkan keuntungan dari perubahan

harga yang terjadi secara acak. Mereka yakin jika harga suatu saham mulai bergerak naik, maka harga saham tersebut bergerak naik untuk suatu jangka waktu tertentu dan mengembangkan suatu momentum. Berdasarkan penelitian-penelitian yang dilakukan, momentum suatu harga saham itu memang ada dan jika para pemodal dapat dengan cepat melakukan transaksi pada awal pergerakan naik harga saham-saham tersebut, maka keuntungan besar dapat dicapai. Berarti *technical analyst* tidak kebal terhadap efisien pasar bentuk lemah.

Efisiensi pasar bentuk semi kuat (*semi-strong form*) Efisiensi pasar bentuk semi-kuat menyatakan bahwa harga-harga surat berharga betul-betul menggambarkan informasi yang dipublikasikan. Informasi dalam bentuk ini meliputi semua informasi yang dimaksud pada *weak form*, yaitu data harga dan volume historis serta data-data atau informasi lainnya yang tersedia bagi publik seperti pendapatan perseroan, *dividen*, saham bonus, inflasi dan *stock split*. Teori ini memberikan tekanan pada kecepatan informasi yang diterima para pemodal, artinya informasi tersebar dan diterima oleh para pemodal pada waktu yang hampir bersamaan, sehingga harga secara langsung dan cepat melakukan penyesuaian.

Berbagai studi yang telah dilakukan untuk menguji tingkat efisiensi semi-kuat ini. Salah satu studi yang dilakukan adalah mengenai *stock split* secara langsung tidak mempengaruhi nilai dari suatu perusahaan, sehingga secara logika harga saham yang mengalami *stock split* seharusnya juga tidak terpengaruh. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa kenaikan harga yang tajam terjadi sebelum *stock split* berlangsung, perubahan harga setelah *stock split* bersifat acak. Para pemodal tidak bisa mendapatkan keuntungan dengan membeli saham pada waktu atau sesudah *stock split*. Mereka harus membeli saham tersebut sebelum *stock split* diumumkan agar dapat menikmati keuntungan besar yang tidak normal. Hal yang terkait dengan adanya return abnormal dapat dijelaskan bahwa pada waktu *stock split* diumumkan, informasi yang berhubungan dengan *stock split* tersebut telah terdaftar ke dalam pasar saham tersebut sehingga harga tidak terpengaruh lagi.

Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) Efisiensi bentuk lemah menyatakan bahwa tidak satupun informasi yang tersedia baik publik maupun privat yang mengizinkan para pemodal untuk meraih keuntungan yang tidak normal secara konsisten. Bentuk ini menyatakan bahwa harga saham melakukan penyesuaian secara cepat terhadap informasi apapun, bahkan informasi yang tidak tersedia bagi semua pemodal (informasi privat). Salah satu jenis informasi privat adalah jenis informasi yang berasal dari orang dalam. Mereka mempunyai akses atas informasi berharga mengenai keputusan penting bersifat taktis dan strategis yang telah direncanakan oleh perusahaan. Sehingga dengan modal informasi privat yang demikian mampu memberikan keuntungan abnormal yang konsisten bagi para pemodal yang memiliki informasi tersebut.

Hubungan ketiga pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Hubungan tersebut menunjukkan bahwa bila ada sangkalan dari efisiensi pasar bentuk lemah maka sangkalan tersebut berlaku juga baik pada efisiensi pasar bentuk semi-kuat maupun pasar efisien bentuk kuat. Jika pasar tidak efisien dalam bentuk lemah, dengan sendirinya pasar tidak efisien dalam bentuk semi-kuat ataupun bentuk kuat maupun dalam bentuk lemah.

Ball dan Brawn (1968) merupakan orang yang pertama mempelajari reaksi pasar akibat informasi akuntansi. Penelitian tersebut menggunakan laporan keuangan tahunan 261 perusahaan pada tahun 1945-1965. Penelitian tersebut mengklasifikasikan pendapatannya meningkat secara relatif dan perusahaan yang pendapatannya turun secara relatif. Kesimpulan yang diperoleh Ball dan Brawn adalah bahwa pasar bercorak semi-kuat. Pada saat laporan keuangan dipublikasi, semua kenaikan harga yang menyesuaikan dengan berita buruk telah berlangsung.

Penelitian yang dilakukan oleh Nursiam dan Puteranto (1998-2000) menyatakan bahwa informasi yang disajikan tersebut tidak akurat atau informasi tersebut tidak menggambarkan kondisi perusahaan yang sesungguhnya dan masih terlalu lambat diterima oleh publik sehingga informasi tersebut tidak dapat digunakan sebagai alat pengambilan keputusan yang tepat oleh investor, serta berdasarkan adanya deregulasi dan kebijaksanaan yang telah dikeluarkan oleh pemerintah terkait dengan pasar modal, sehingga penulis membuat hipotesis sebagai berikut.

H1: Pengumuman laba positif dan negatif berasosiasi terhadap reaksi harga saham di BEI.

Laporan Keuangan dan Arti Penting Informasi Laba

Menurut SFAC No. 1 (FASB 1978), laporan keuangan merupakan gambaran utama dari pelaporan keuangan yang berfungsi sebagai alat komunikasi informasi akuntansi keuangan kepada pihak-pihak eksternal. Berkenaan dengan laba-rugi, SFAC No. 2 (FASB 1980) menyatakan bahwa laporan laba-rugi sangat penting bagi para pemakainya karena memiliki nilai prediktif. SFAC No. 1 (FASB 1978) yang menjelaskan bahwa para investor, kreditor, dan pihak-pihak lainnya sering menggunakan informasi laba dan informasi komponen-komponen laba yang lainnya untuk menilai prospek aliran kas dari investasi atau pinjaman yang mereka berikan.

Foster (1986) menyatakan ada tiga faktor yang mempengaruhi kandungan informasi dari suatu pengumuman informasi perusahaan. *Pertama*, ekspektasi pasar terhadap kandungan dan timing dari pengumuman informasi perusahaan. Semakin besar tingkat ketidakpastian, maka semakin besar pula potensi terjadinya revisi terhadap harga-harga sekuritas. *Kedua*, implikasi dari pengumuman laba terhadap

distribusi return sekuritas di masa depan. Semakin besar revisi yang berhubungan dengan aliran kas yang diharapkan, semakin besar pula implikasi revaluasi harga sekuritas terhadap pengumuman tersebut. Ketiga, kredibilitas sumber informasi. Semakin kredibel suatu sumber pengumuman informasi, semakin besar pula implikasi revaluasi terhadap pengumuman informasi itu. Scott (2000) menyatakan bahwa informasi laba dapat berguna jika dapat mengakibatkan investor mengubah keyakinan dan tindakan mereka sebelumnya dan tingkat kegunaan tersebut dapat diukur dari sejauh mana perubahan harga merespon terhadap publikasi informasi laba.

Metode Penelitian

Sampel dan Populasi

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metoda *judgment sampling* yang artinya bahwa populasi yang dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu atau sesuai dengan yang dikehendaki oleh peneliti. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya misspesifikasi dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya berpengaruh terhadap hasil analisis.

Kriteria sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah saham-saham yang banyak ditransaksikan selama perioda penelitian serta telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum 31 Desember 2003. Hal ini dimaksudkan untuk mendapatkan laporan keuangan perusahaan untuk perioda 2003 yang diterbitkan pada perioda 2004 dan laporan keuangan tersebut untuk mengelompokkan data perusahaan-perusahaan yang memiliki laba menaik dan perusahaan yang memiliki laba menurun dari perioda ke perioda berikutnya selama perioda penelitian. Tujuan dipilihnya saham yang banyak ditransaksikan adalah untuk menghindari tidak adanya reaksi harga pada saat laporan laba/rugi perusahaan ketika laporan tersebut diumumkan. Demikian juga, pemilihan tersebut untuk mengarahkan pada pemilihan saham yang tidak terdapat transaksi pada tanggal pengumuman laporan keuangan.

Definisi Variabel Penelitian

Untuk menghindari ketidakjelasan makna variabel-variabel yang dibutuhkan, penelitian ini mendefinisikan pengukuran-pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang dirumuskan sebagai berikut.

- a. Pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk semi-kuat adalah apabila ada pengumuman kenaikan atau penurunan laba tahunan perusahaan yang mempengaruhi harga sahamnya.

- b. Harga saham awal minggu adalah harga saham yang terjadi di pasar sekunder pada hari pertama transaksi (awal transaksi).
- c. Deviden adalah laba atau pendapatan yang dibagikan secara tunai oleh perusahaan kepada pemegang saham.
- d. Return saham adalah pendapatan yang diterima dari investasi dalam saham yang terdiri dari *capital gain* (*lose*) ditambah dengan deviden untuk perusahaan yang membagikannya (Jogiyanto 1995: 87). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

Keterangan: R_{it} : return saham i pada minggu t ; P_{it} : harga saham i pada minggu t ; $P_{i,t-1}$: harga saham i pada minggu $t-1$; D_{it} : deviden tunai (untuk perusahaan yang membagikan devidennya)

- e. Return pasar adalah pendapatan portofolio pasar yang diperoleh jika semua saham di pasar dikuasai dalam proporsi sama (Fakhrudin dan Hadianto 2001: 39)

$$R_{mt} = \frac{IHSG_{t+1} - IHSG_t}{IHSG_t}$$

Keterangan: $R_{m,t}$: return pasar minggu t ; $IHSG_t$: indek harga saham gabungan minggu t ; $IHSG_{t+1}$: indek harga saham gabungan minggu $t+1$

- f. Return tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi (Jogiyanto 2003: 434).

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

Keterangan: $RTN_{i,t}$: return tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke- i pada Perioda peristiwa ke- t ; $R_{i,t}$: return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke- i pada Perioda peristiwa ke- t ; $E[R_{i,t}]$: return ekspektasi sekuritas ke- i untuk Perioda peristiwa ke- t

- g. Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata return tidak normal seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di Perioda peristiwa.

Rata-rata return tidak normal (*average abnormal return*) untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika sebagai berikut: (Jogiyanto 2003: 447).

Rumus:

$$RRTN_t = \frac{\sum_{j=1}^k RTN_{jt}}{k}$$

Keterangan: RRTN_t: rata-rata return tidak normal (*average abnormal return*) pada hari ke-t; RTN_{jt}: return tidak normal (*abnormal return*) untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t; K: jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

- h. Akumulasi rata-rata return tidak normal (ARRTN) atau *cummulative average abnormal return* (CAAR) dapat dihitung sebagai berikut: (Jogiyanto 2003: 450).

Rumus:

$$ARRTN_t = \frac{\sum_{i=1}^k ARTN_{it}}{k}$$

Keterangan: ARRTN_t: akumulasi rata-rata return tidak normal (*cummulative average abnormal return*) pada hari ke-t; ARTN_{it}: akumulasi return tidak normal (*cummulative abnormal return*) sekuritas ke-i pada hari ke-t; K: jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

- i. Tanggal pengumuman laporan keuangan itu adalah tanggal pada saat laporan keuangan dipublikasikan di harian nasional atau diperoleh dari laporan BAPEPAM.

Data

Data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi harga pasar saham, pembayaran deviden tunai beserta tanggal dikeluarkannya deviden dari perusahaan yang membagikan selama Periode Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2006, dan tanggal pengumuman laporan keuangan yang diperoleh dari Pusat Database Pasar modal PPA UGM

Analisis data

Dalam penelitian ini menggunakan metoda *Market model*. *Market model* pada dasarnya bertitik tolak dari pemikiran bahwa tingkat keuntungan yang diperoleh dari suatu saham dipengaruhi oleh tingkat keuntungan seluruh kesempatan investasi. Langkah-langkah dalam metoda *market model* adalah sebagai berikut:

- a. Menghitung return saham perminggu dari perusahaan yang diteliti.
- b. Menghitung return pasar yang diperoleh.
- c. Membagi perusahaan dalam dua kelompok yaitu kelompok yang mengalami kenaikan laba dibanding periode sebelumnya atau kelompok yang mengalami penurunan laba dibanding periode sebelumnya.
- d. Mengurutkan dalam tabel, return saham (R_n) dan return pasar (R_{mt}) 5 periode sebelum ($t = -5$) dan 5 periode sesudah ($t = +5$) pengumuman laba, kemudian meregresikan kedua variabel tersebut dengan return saham sebagai variabel tergantung (*dependent variable*) dan return pasar sebagai variabel bebas (*Independent variable*). Periode estimasi adalah 100 hari ($t. -100,0$).
- e. Dengan didapatkan hasil regresi pada butir d) selanjutnya dihitung *normal return* dan *abnormal return*. *Abnormal return* atau residual sama dengan tingkat keuntungan sesungguhnya dikurangi tingkat keuntungan yang diharapkan.
- f. Menghitung AAR1 pada masing-masing kelompok perusahaan, lalu menghitung nilai CAAR1 yang merupakan penjumlahan kumulatif dari AAR1 mulai dari $t = -5$ hingga $t = +5$. Nilai CAAR menunjukkan total reaksi harga selama *event window* (Periode peristiwa).
- g. Dari nilai CAAR masing-masing kelompok dibuat grafik dengan minggu sebagai sumbu X dan nilai CAAR sebagai sumbu Y.
- h. Dilakukan analisis pada tahap ketujuh di atas. Pada kelompok perusahaan yang labanya naik (turun) seharusnya didapatkan nilai CAAR meningkat (menurun) pada minggu sekitar tanggal pengumuman CAAR kembali mengikuti garis horisontal.

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Statistik

Kriteria sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah saham-saham yang banyak ditransaksikan selama periode penelitian serta telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum 31 Desember 2003. Hal ini dimaksudkan untuk mendapatkan laporan keuangan perusahaan untuk periode 2003 yang diterbitkan pada periode 2004 dan laporan keuangan tersebut untuk mengelompokkan data perusahaan-perusahaan yang labanya relatif naik dan perusahaan yang labanya relatif turun dari periode ke periode selama periode penelitian. Tujuan dipilihnya saham yang banyak ditransaksikan adalah untuk menghindari tidak adanya reaksi harga pada

saat laporan laba perusahaan diumumkan, yang disebabkan tidak terjadi transaksi pada tanggal pengumuman laporan keuangan.

Perusahaan yang diteliti berjumlah dua puluh sembilan (29) perusahaan LQ 45 dari periode 2004 sampai dengan periode 2006. Hal ini dimaksudkan untuk mendapatkan hasil yang konsisten antara periode 2004 sampai dengan periode 2006.

Tabel 1
Deskripsi Data

	2004	2005	2006
Minimum	-0.79943	-0.78916	-0.10526
Maximum	0.444444	4.333333	0.16
Mean	0.002426	0.003265	0.002129
Std. Deviation	0.028599	0.0298	0.0298

Return saham (R_{it}) dan Return Pasar (R_{mt})

Dalam menghitung return saham dibutuhkan data harga saham dan nilai deviden bagi perusahaan yang membagikan devidennya. Sedangkan untuk menghitung return pasar dibutuhkan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Pengelompokan Perusahaan

Berdasarkan nilai *Earning Per Share* (EPS), masing-masing perusahaan dikelompokkan menjadi dua kelompok. Kelompok pertama merupakan kumpulan perusahaan-perusahaan yang mengalami kenaikan laba (EPS naik) dari periode sebelumnya. Demikian selanjutnya, kelompok kedua merupakan kumpulan perusahaan-perusahaan yang mengalami penurunan laba (EPS turun) dari periode sebelumnya.

Hasil analisis menunjukkan bahwa kategori perusahaan LQ 45 yang telah mengumumkan kenaikan laba dan penurunan laba adalah sebagai berikut. *Pertama*, 29 perusahaan yang mengumumkan laba 2004, 18 perusahaan mengumumkan kenaikan laba (EPS meningkat) dan 11 perusahaan mengumumkan penurunan laba (EPS menurun). *Kedua*, 29 perusahaan yang mengumumkan laba 2005, 17 perusahaan mengumumkan kenaikan laba (EPS meningkat) dan 12 perusahaan mengumumkan penurunan laba (EPS menurun). *Ketiga*, 29 perusahaan yang mengumumkan laba 2006, 13 perusahaan mengumumkan kenaikan laba (EPS meningkat) dan 16 perusahaan mengumumkan penurunan laba (EPS menurun).

Perhitungan Abnormal Return

Perhitungan abnormal return diawali dengan penempatan return saham (R_{it}) dan return pasar (R_{mt}) pada tiap perusahaan untuk perioda 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman laporan keuangan tahunan perusahaan. Selanjutnya, penelitian ini meregresikan return saham (R_{it}) sebagai variabel tergantungan (*dependent variable*) dan return pasar (R_{mt}) sebagai variabel bebas (*independent variable*) untuk memperoleh α_i dan β_i .

Nilai Average Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return

Setelah dilakukan perhitungan abnormal return, nilai abnormal return masing-masing kelompok pada tiap-tiap kelompok pada tiap-tiap perioda penelitian dijumlahkan dan dihitung rata-ratanya sehingga menghasilkan nilai *average abnormal return*. Setelah itu dihitung nilai CAAR (*Cummulative Average Abnormal Return*) yaitu hasil dari penjumlahan nilai AAR selama perioda peristiwa untuk masing-masing kelompok perusahaan dan tiap-tiap perioda tahunnya. Tabel 2 menunjukkan nilai AAR dan CAAR pada perusahaan yang labanya naik dan labanya turun untuk perioda tahun 2004. Tabel 3 menunjukkan nilai AAR dan CAAR pada perusahaan yang labanya naik dan labanya turun untuk perioda tahun 2005. Tabel 4 menunjukkan nilai AAR dan CAAR pada perusahaan yang labanya naik dan labanya turun untuk Perioda tahun 2006.

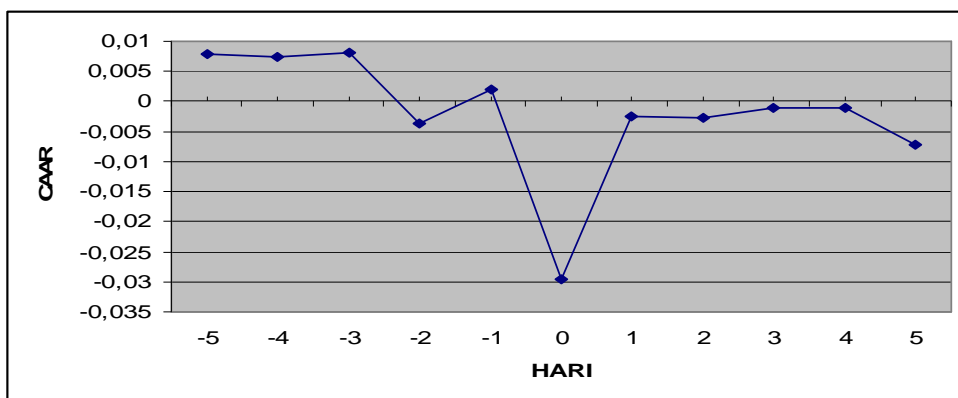
Hasil penghitungan Tabel 2 sampai dengan Tabel 4 digunakan untuk menyusun grafik dengan perioda (*time*) sebagai sumbu-X dan nilai CAAR (*Cummulative Average Abnormal Return*) sebagai sumbu-Y. Hasilnya nampak pada Gambar 1 sampai dengan Gambar 6. Pada Gambar 1 menunjukkan pergerakan CAAR pada perusahaan yang labanya naik untuk perioda tahun 2004. Pada gambar tersebut seharusnya menunjukkan peningkatan di sekitar tanggal pengumuman (di sekitar hari 0), tetapi ternyata pada gambar nampak pergerakan CAAR mengalami penurunan pada saat tanggal pengumuman laporan keuangan perusahaan. Gambar 2 menunjukkan pergerakan CAAR pada perusahaan yang labanya turun untuk perioda tahun 2004. Pada Gambar 2 tersebut pergerakan CAAR mengalami penurunan pada saat tanggal pengumuman laporan keuangan perusahaan. Meskipun mengalami penurunan nilai CAAR tetapi pergerakan reaksinya cepat pada hari 1 sampai hari 5. Gambar 3 menunjukkan pergerakan CAAR pada perusahaan yang labanya naik untuk perioda tahun 2005. Pada gambar tersebut pergerakan CAAR mengalami penurunan hingga hari 2 setelah tanggal pengumuman laporan keuangan perusahaan. Gambar 4 menunjukkan pergerakan CAAR pada perusahaan yang labanya turun untuk perioda tahun 2005. Pada gambar tersebut untuk pasar efisien seharusnya mengalami penurunan di sekitar tanggal pengumuman tetapi di sekitar tanggal pengumuman pada hari 0 pergerakan CAAR mengalami peningkatan dan baru mengalami penurunan setelah pengumuman. Gambar 5 menunjukkan pergerakan CAAR pada

perusahaan yang labanya naik untuk perioda tahun 2006. Pada Gambar 5 seharusnya mengalami peningkatan CAAR di sekitar tanggal pengumuman, tetapi pada gambar tersebut mengalami penurunan pada hari 0 saat pengumuman dan mengalami peningkatan pada hari 1 setelah tanggal pengumuman. Gambar 6 menunjukkan pergerakan CAAR pada perusahaan yang labanya turun untuk perioda tahun 2006. Pada gambar tersebut nampak pergerakan CAAR mengalami penurunan pada hari 2 dan 1 sebelum tanggal pengumuman dan mengalami peningkatan pada saat pengumuman (hari 0) dan pergerakan CAAR dapat dikatakan reaksinya lambat karena pada hari 3 sampai hari 5 pergerakan CAAR mengalami penurunan.

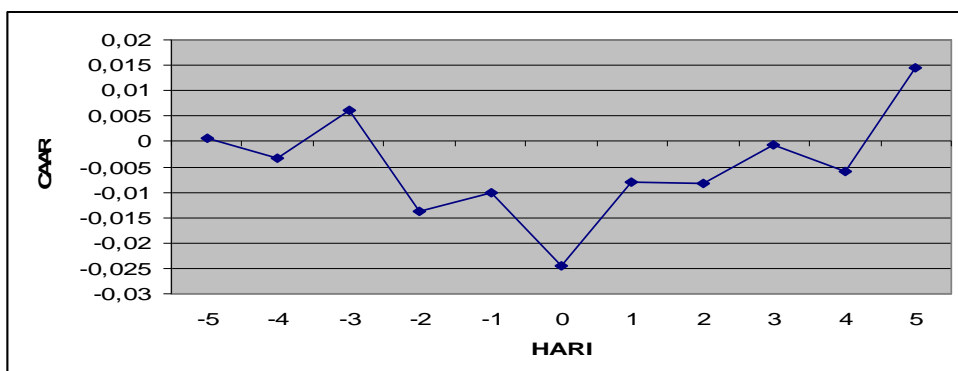
Tabel 2
 Nilai AAR dan CAAR Perioda Tahun 2004

Hari	Labanya Naik		Labanya Turun	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR
-5	0,007933166	0,007933166	0,000507815	0,000507815
-4	-0,000649304	0,007283862	-0,00383248	-0,003324666
-3	0,000656254	0,007940116	0,00943579	0,006111124
-2	-0,011832708	-0,003892591	-0,019789887	-0,013678763
-1	0,005644343	0,001751751	0,003617297	-0,010061466
0	-0,03157576	-0,029824008	-0,014322189	-0,024383655
1	0,027269588	-0,00255442	0,016386548	-0,007997107
2	-0,000299973	-0,002854394	-0,000181521	-0,008178629
3	0,001607973	-0,001246421	0,00743942	-0,000739208
4	-4,64142E-05	-0,001292835	-0,005269431	-0,006008639
5	-0,006346388	-0,007639224	0,020566189	0,01455755

Keterangan: AAR: Average abnormal returns; CAAR: Cumulative average abnormal returns



Gambar 1
 Pergerakan Nilai CAAR Perusahaan yang Labanya Naik Perioda tahun 2004

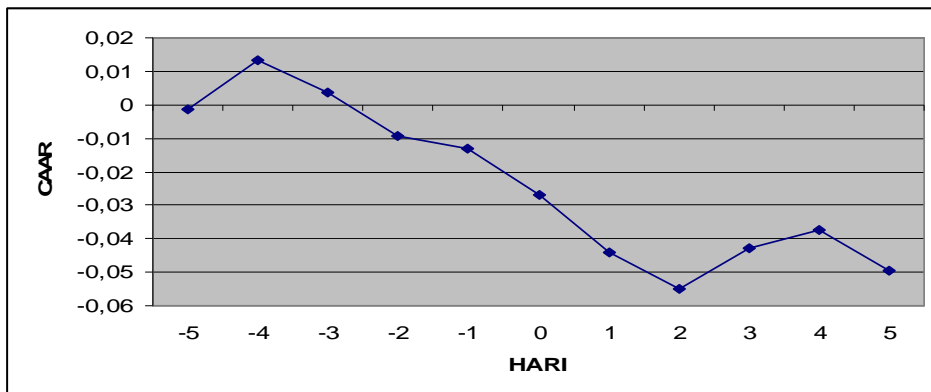


Gambar 2
Pergerakan Nilai CAAR Perusahaan yang Labanya Turun Periode tahun 2004

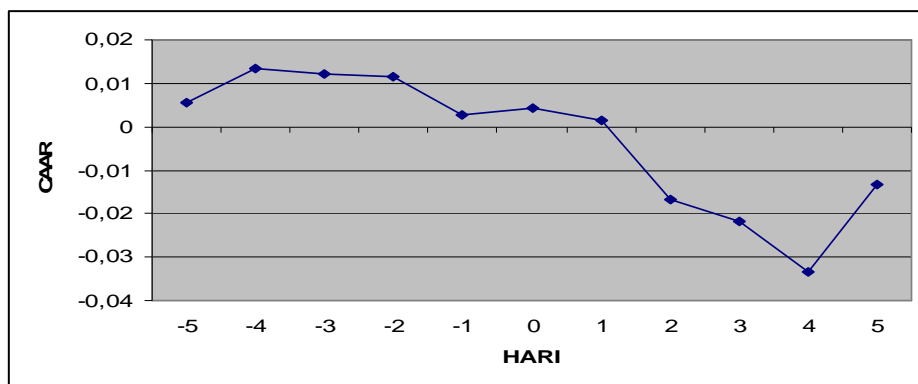
Tabel 3
Nilai AAR dan CAAR Periode Tahun 2005

Hari	Labanya Naik		Labanya Turun	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR
-5	-0,001381626	-0,001381626	0,005526637	0,005526637
-4	0,014869116	0,01348749	0,007787623	0,01331426
-3	-0,009661149	0,003826341	-0,001551196	0,011763063
-2	-0,013063331	-0,00923699	-0,000779902	0,010983161
-1	-0,004037187	-0,013274177	-0,008897507	0,002085654
0	-0,013600027	-0,026874204	0,001608059	0,003693713
1	-0,017407362	-0,044281567	-0,003257987	0,000435726
2	-0,010709421	-0,054990988	-0,018214305	-0,017778579
3	0,012258792	-0,042732196	-0,005235253	-0,023013832
4	0,005372849	-0,037359347	-0,011674471	-0,034688303
5	-0,012337033	-0,04969638	0,020069742	-0,014618561

Keterangan: AAR: Average abnormal returns; CAAR: Cumulative average abnormal returns



Gambar 3
Pergerakan Nilai CAAR Perusahaan yang Labanya Naik Perioda tahun 2005

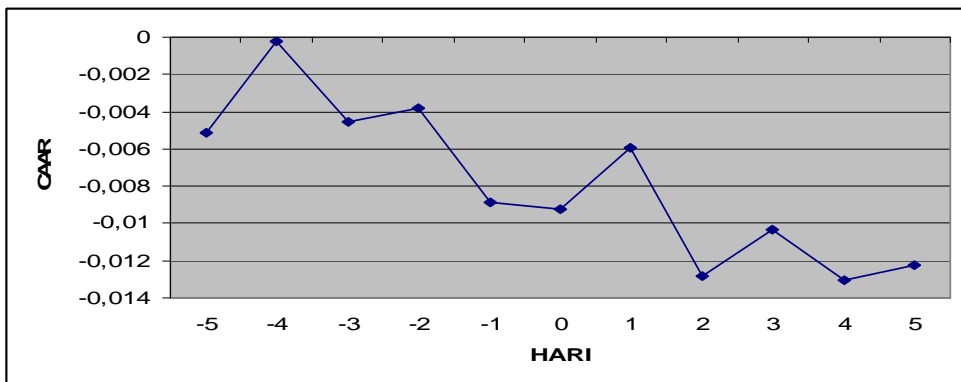


Gambar 4
Pergerakan Nilai CAAR Perusahaan yang Labanya Turun Perioda tahun 2005

Tabel 4
Nilai AAR dan CAAR Perioda Tahun 2006

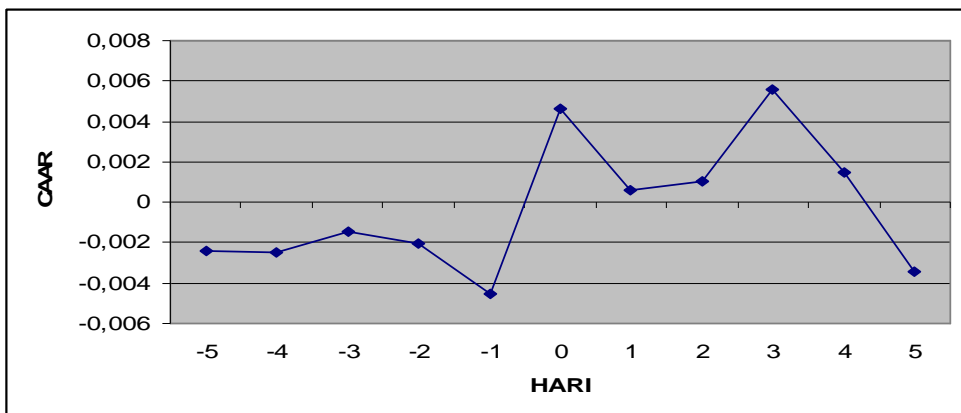
Hari	Labanya Naik		Labanya Turun	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR
-5	-0,005156036	-0,005156036	-0,002410033	-0,002410033
-4	0,004871898	-0,000284138	-5,70886E-05	-0,002467122
-3	-0,004312399	-0,004596537	0,000976711	-0,001490411
-2	0,000693416	-0,003903121	-0,000556484	-0,002046896
-1	-0,005036477	-0,008939598	-0,002510573	-0,004557469
0	-0,000408712	-0,00934831	0,009186592	0,004629123
1	0,003287211	-0,006061099	-0,004010335	0,000618788
2	-0,006873705	-0,012934804	0,000404876	0,001023664
3	0,00246637	-0,010468434	0,004588277	0,005611941
4	-0,002705128	-0,013173562	-0,004161787	0,001450155
5	0,000785864	-0,012387698	-0,004873226	-0,003423071

Keterangan: AAR: Average abnormal returns; CAAR: Cummulative average abnormal returns



Gambar 5

Pergerakan Nilai CAAR Perusahaan yang Labanya Naik Perioda tahun 2006



Gambar 6

Pergerakan Nilai CAAR Perusahaan yang Labanya Turun Perioda tahun 2006

Pengujian Hipotesis

Untuk Pengumuman 2004

Tabel 5 menunjukkan hasil nilai rata-rata tidak normal (AAR) untuk 18 perusahaan yang labanya naik perioda tahun 2004 dan pengujian t (t-hitung) di hari-hari perioda peristiwa. AAR yang positif pada perioda peristiwa hanya terjadi pada hari ke -5, -3, +1, dan +4. AAR secara statistik tidak signifikan pada seluruh hari perioda peristiwa. Demikian juga, untuk seluruh perioda window juga menunjukkan hasil statistik yang tidak signifikan.

Sedangkan untuk 11 perusahaan yang labanya turun pada perioda tahun 2004 menunjukkan bahwa selama perioda peristiwa, AAR positif hanya terjadi pada hari -5, -3, -1, +1, +3, +5. AAR yang secara statistik signifikan hanya terjadi di hari +5 signifikan pada tingkat 10%. Hal ini menunjukkan adanya reaksi pasar yang lambat dalam merespon adanya pengumuman laba tersebut. Hal ini menunjukkan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi (Jogiyanto 2003: 411).

Tabel 5
 Nilai AAR dan t-hitung Perusahaan Perioda Tahun 2004

Hari	Labanya Naik		Labanya Turun	
	AAR	t-hitung	AAR	t-hitung
-5	0,003933538	0,644317248	0,000507815	0,428789439
-4	-0,000649304	0,243194121	-0,00383248	0,023555168
-3	0,00154401	0,179502757	0,00943579	0,94522116
-2	-0,014410166	-0,974372766	-0,019789887	-0,943803267
-1	-0,000492177	0,128571359	0,003617297	0,227116967
0	-0,014887178	-1,287452847	-0,014322189	-1,204874633
1	0,011601995	1,264951907	0,016386548	0,276311654
2	-0,001579938	-0,148772216	-0,000181521	0,039592623
3	-0,000978815	0,057503297	0,00743942	0,341333227
4	0,006195532	0,590012701	-0,005269431	-0,7399038
5	-0,005028696	-0,55679645	0,020566189*	1,33504921
Total	-0,42144265	-0,0607047	0,16013304	0,048281929

Keterangan: AAR: Average abnormal returns; *) Signifikan pada level 10%; **) Signifikan pada level 5%; ***) Signifikan pada level 1%

Untuk Pengumuman 2005

Tabel 6 menunjukkan bukti bahwa untuk perusahaan yang labanya naik pada perioda tahun 2005 menunjukkan bahwa selama perioda peristiwa, mulai dari hari -5 sampai dengan +5 cenderung memiliki nilai AAR yang negatif. Hanya di hari ke -4, +3, dan +4 yang memiliki AAR yang positif. AAR yang secara statistik signifikan hanya terjadi di hari +4 (signifikan pada tingkat 10%). Hal ini menunjukkan adanya reaksi pasar yang lambat dalam merespon adanya pengumuman laba tersebut. Hal ini menunjukkan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi (Jogiyanto 2003: 411). Akan tetapi, hasil uji statistik untuk seluruh perioda window tidak menunjukkan hasil yang signifikan secara statistik, yakni dengan nilai t-hitung sebesar -0,2091997 untuk laba menaik dan -0,05064018 untuk laba menurun.

Sedangkan untuk perusahaan yang labanya turun pada perioda tahun 2005 menunjukkan bahwa selama perioda peristiwa hanya di hari -5,-4, 0, +5 yang memiliki AAR positif. AAR yang secara statistik signifikan hanya terjadi di hari +5 (signifikan pada tingkat 1%). Hal ini menunjukkan adanya reaksi pasar yang lambat dalam merespon adanya pengumuman laba tersebut. Hal ini menunjukkan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi (Jogiyanto 2003: 411).

Tabel 6
 Nilai AAR dan t-hitung Perusahaan Periode Tahun 2005

Hari	Labanya Naik		Labanya Turun	
	AAR	t-hitung	AAR	t-hitung
-5	-0,001379591	-0,253633322	0,005526637	0,253043928
-4	0,014872362	0,914029779	0,007787623	0,63217228
-3	-0,009658632	-0,817525856	-0,001551196	-0,211604529
-2	-0,013060311	-1,215213037	-0,000779902	0,56079403
-1	-0,004034951	-0,750223323	-0,008897507	-1,135724943
0	-0,013598455	-0,830980237	0,001608059	0,794918939
1	-0,01847172	-1,560808811	-0,003257988	-0,508579921
2	-0,010707518	-0,254458468	-0,018214305	-2,552876784
3	0,012260976	1,247998992	-0,005235253	-0,429727015
4	0,0053747*	1,594542046	-0,011674471	-1,792580543
5	-0,012335231	-1,062984765	0,020069742***	2,513531853
Total	-1,33303539	-0,2091997	-0,1913703	-0,05064018

Keterangan: AAR: Average abnormal returns; *) Signifikan pada level 10%;

) Signifikan pada level 5%; *) Signifikan pada level 1%

Untuk Pengumuman 2006

Tabel 7 menunjukkan hasil pengujian pengumuman laba yang selama periode peristiwa mulai hari -5 sampai dengan +5 terjadi rata-rata return tidak normal (AAR) yang cenderung negatif. Pada perusahaan yang labanya naik, rata-rata return tidak normal secara statistik tidak signifikan. Hal ini berarti kondisi pasar sangat efisien karena informasi yang ada diterima secara merata oleh investor. Hal ini menunjukkan kalau kondisi pasar sudah mengarah ke bentuk setengah kuat secara informasi.

Tabel 7
 Nilai AAR dan t-hitung Perusahaan Periode Tahun 2006

Hari	Labanya Naik		Labanya Turun	
	AAR	t-hitung	AAR	t-hitung
-5	-0,005156036	-0,155219416	-0,002410033	-0,40833352775
-4	0,004871898	0,176724063	-0,000057089	0,12471485681
-3	-0,004312399	-0,169359337	0,000976711	-0,08827416149
-2	0,000693416	0,111820817	-0,000556484	-0,28827086938
-1	-0,005036477	-0,298217396	-0,002510573	-0,55060764890
0	-0,000408712	-0,077911454	0,009186592*	1,54567543504
1	0,003287211	0,127225592	-0,004010335	-0,46342946520
2	-0,006873705	-0,264440081	0,000404876	0,37294300966
3	0,00246637	0,166052605	0,004588277	0,45729941042
4	-0,001481917	0,099771935	-0,004161787	-0,67815665080
5	0,000785864	0,003508751	-0,004873226	-0,94433558842
Total	-0,17152713	-0,0402541	-0,0796642	-0,01369228

Keterangan: AAR: Average abnormal returns; *) Signifikan pada level 10%;

) Signifikan pada level 5%; *) Signifikan pada level 1%

Sedangkan pada perusahaan yang labanya turun, rata-rata return tidak normal secara statistik tidak signifikan untuk seluruh perioda *window*. Demikian juga, rata-rata return tidak normal secara statistik signifikan hanya terjadi pada saat diumumkannya peristiwa tersebut yaitu pada hari ke-0. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa tersebut mengandung informasi dan pasar berreaksi cepat untuk menyerap informasi.

Dengan demikian penelitian ini memberikan hasil bahwa pasar modal Indonesia belumlah efisien secara informasi dalam bentuk semi kuat (*semi strong form*) untuk perioda tahun 2004 sampai dengan tahun 2006. Hal ini tidak jauh berbeda dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Nursiam dan Puteranto (1998-2000). Walaupun demikian, kondisi pasar modal Indonesia sudah mulai mengarah ke bentuk semi kuat. Hal ini dapat dibuktikan pada Perioda 2006 (Tabel 6) yang membuktikan bahwa pasar telah berreaksi pada saat terjadi peristiwa pengumuman laba perusahaan.

Hasil dan Pembahasan

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa: pertama, investor berreaksi terhadap pengumuman laba perusahaan. Bukti empiris ini mendukung sejumlah hasil studi empiris sebelumnya (Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1968; Beza, 1997; Hanafi, 1997; Purba, 1997; Sadikin, 2000; Lako, 2002a, 2002c) bahwa pengumuman laba membawa kandungan informasi ke pasar modal. Kedua, pada perioda 2004 dan 2005, investor tidak berreaksi positif terhadap pengumuman laba perusahaan yang labanya naik. Investor berreaksi positif terhadap pengumuman laba perusahaan yang labanya turun. Hasil empiris ini adalah kontradiksi dengan sejumlah hasil riset sebelumnya (Ball dan Brown 1968; Foster 1977; Hayn 1995) bahwa pengumuman informasi laba GN (kenaikan laba) direspon lebih positif dibandingkan dengan pengumuman informasi laba BN (penurunan laba). Namun temuan ini mendukung temuan Lako (2002a, 2002c) bahwa pengumuman penurunan laba direaksi pasar sebagai GN. Sedangkan, pengumuman kenaikan laba direaksi sebagai BN. Ketiga, Untuk pengumuman laba tahun 2006, tampaknya pasar berreaksi cepat dan tidak berkepanjangan untuk menyerap informasi pengumuman laba pada perusahaan yang labanya turun. Hal ini mendukung temuan Lako (2002a, 2002c) bahwa pengumuman penurunan laba direaksi pasar sebagai GN sedangkan pengumuman kenaikan laba direaksi sebagai BN.

Walaupun demikian, secara umum investor berreaksi lamban untuk menyerap informasi dari perusahaan yang mempublikasi labanya. Hal tersebut bisa terjadi karena beberapa faktor. (1) Kondisi makroekonomi yang terjadi sepanjang Perioda pengumuman laba 2004-2006. Sebagai contoh: pada Perioda 2006, perhatian investor banyak terfokus pada kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia dimana menerapkan kebijakan penurunan suku bunga secara terukur dan berhati-hati. Kebijakan moneter yang ditempuh direspon positif oleh pasar

keuangan. Di pasar keuangan, respon positif pelaku pasar keuangan tercermin dari peningkatan aktivitas perdagangan di pasar saham dan naiknya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara signifikan. Perkembangan indeks yang membaik didukung oleh faktor domestik dan faktor eksternal yang kondusif (Sumber: BI 2006).

Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih tertarik pada perkembangan makroekonomi dibandingkan dengan informasi pengumuman laba, peristiwa gonjang ganjing politik terkait dengan Pemerintahan yang baru terbentuk, sosial, politik dan keamanan dalam negeri, serta adanya indikasi bahwa informasi laba yang diterima oleh Bapepam-LK menjadi tidak valid karena ada kemungkinan informasi laba tersebut sudah bocor terlebih dahulu sebelum diterima oleh Bapepam-LK. Sehingga pada saat pengumuman laba, investor dan pelaku pasar lainnya tidak merespon dengan cepat di sekitar tanggal pengumuman laba. Investor menganggap informasi laba tersebut sudah basi. Sebagai contoh adalah sebagai berikut. (1) PT Bakrie & Brothers terlebih dahulu mempublikasikan kinerja perusahaan dan laba bersih tahun 2005 sebelum audit pada tanggal 6 Februari 2006. Artinya, Pasar telah berreaksi terlebih dahulu terhadap informasi kinerja perusahaan jauh sebelum pengumuman laba tersebut dipublikasikan pada tanggal 29 Maret 2006 (Sumber: Bisnis Indonesia 6 Februari 2006). (2) PT Telekomunikasi Indonesia Tbk memaparkan rencana dan kinerja perusahaan untuk tahun 2005 pada tanggal 7 Februari. Artinya, pasar telah berreaksi terlebih dahulu terhadap informasi kinerja perusahaan yang pada waktu jauh sebelum pengumuman laba tersebut dipublikasikan pada tanggal 2 Mei 2006 (Sumber: Bisnis Indonesia, 7 Februari 2006). (3) PT Kalbe Farma Tbk memaparkan kinerja perusahaan pada tanggal 2 Maret 2006 dan informasi laba bersih sebelum audit perusahaan tahun 2005 pada tanggal 10 Maret 2006. Artinya, pasar telah berreaksi terlebih dahulu terhadap informasi kinerja perusahaan jauh sebelum pengumuman laba tersebut dipublikasikan pada tanggal 29 Maret 2006 (Sumber: Bisnis Indonesia, 2 Maret dan 10 Maret 2006). (4) PT Indosat Tbk memaparkan informasi kinerja keuangan perusahaan untuk tahun 2005 pada tanggal 24 Maret 2006. Artinya, pasar juga telah berreaksi terlebih dahulu terhadap informasi kinerja perusahaan yang pada waktu jauh sebelum pengumuman laba tersebut dipublikasikan pada tanggal 28 Maret 2006. (Sumber: Bisnis Indonesia, 24 Maret 2006). Hal ini menunjukkan bahwa pasar BEI belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi maupun secara keputusan (Jogiyanto 2003: 411).

Simpulan

Berbasis hasil pengujian dan analisis data dapat disimpulkan dalam pernyataan-pernyataan sebagai berikut. *Pertama*, pasar modal Indonesia belumlah efisien secara informasi dalam bentuk semi kuat (*Semi Strong Form*) untuk perioda tahun 2004 sampai dengan tahun 2006. Hal ini tidak jauh berbeda dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Nursiam dan Lastiyono D Puteranto untuk tahun 1998-2000. Walaupun demikian, kondisi pasar modal Indonesia sudah mulai mengarah ke

bentuk semi kuat (*Semi Strong Form*). Hal ini dapat dibuktikan pada perioda tahun 2006 yang pasar berreaksi cepat pada saat terjadi peristiwa pengumuman laba perusahaan. *Kedua*, investor berreaksi terhadap pengumuman laba perusahaan. Bukti empiris ini mendukung sejumlah hasil studi empiris sebelumnya (Ball dan Brown 1968; Beaver 1968; Lako 2002a; 2002c) bahwa pengumuman laba membawa kandungan informasi ke pasar modal. *Ketiga*, secara keseluruhan untuk perioda 2004-2006, investor berreaksi lamban untuk menyerap informasi dari perusahaan yang mempublikasi labanya. Hal tersebut dapat terjadi yang disebabkan oleh beberapa faktor. (1) Kondisi makroekonomi yang terjadi sepanjang perioda pengumuman laba 2004-2006. (2) Peristiwa gonjang-ganjing politik terkait dengan Pemerintahan yang baru terbentuk, sosial, politik dan keamanan dalam negeri. (3) Ada indikasi informasi laba yang diterima oleh Bapepam-LK menjadi tidak valid karena adanya kemungkinan bahwa informasi laba tersebut sudah bocor terlebih dahulu sebelum diterima oleh Bapepam-LK. Sehingga, pada saat pengumuman laba, investor dan pelaku pasar lainnya sudah tidak merespon dengan cepat di sekitar tanggal pengumuman laba. Dengan kata lain, investor menganggap bahwa informasi laba tersebut sudah basi.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. *Pertama*, pemilihan sampelnya hanya terbatas pada perusahaan-perusahaan emiten kelompok LQ45. Pemilihan tersebut kurang mewakili keseluruhan emiten yang terdaftar di BEI yang berjumlah kurang lebih 330 emiten. Oleh Karena itu, sampel untuk penelitian selanjutnya dapat disarankan untuk mencakup keseluruhan emiten di BEI, sehingga kesimpulan tentang reaksi investor terhadap pengumuman laba lebih komprehensif. *Kedua*, penelitian ini hanya memfokuskan pada reaksi pasar terhadap pengumuman laba untuk perusahaan LQ45 yang labanya naik dan perusahaan yang labanya turun untuk perioda tahun 2004 sampai dengan tahun 2006. Penelitian ini tidak memetakan dasar penyebab naik-turunnya laba. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya sebaiknya perlu mempertimbangkan penggunaan sampel dari seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan perioda pengamatan yang lebih panjang dengan mempertimbangkan kausa penyebab naik-turunnya laba. *Ketiga*, reaksi harga saham terhadap pengumuman laba masih dapat dikendalikan dengan besaran bentang tawar-minta. Artinya bahwa penelitian ini masih dapat dikembangkan dengan variabel pengendali atas besaran bentang tawar-minta yang mengklasifikasi besaran reaksi yang tertunjukkan dalam return abnormal. Demikian juga, variabel pengendali dengan volume perdagangan, serta pasar menaik dan menurun (*up-* dan *down-* market). *Keempat*, kebocoran informasi laba perlu diteliti lebih lanjut untuk pasar modal Indonesia. Alasannya dapat ditunjukkan bahwa peristiwa yang selalu dipandang sebagai peristiwa dalam riset akuntansi tidaklah yang serilnya disebut sebagai peristiwa. Penelitian selanjutnya dapat mencari perioda jendela yang terdapat kebocoran informasi yang seharusnya berkorelasi secara negatif dengan perioda jendela pengumuman laba. *Kelima*, penelitian ini yang mengkonstruksikan dengan satuan hari tidaklah efisien lagi untuk mengukur kejadian besaran return abnormal.

Selanjutnya, penelitian ini merekomendasikan untuk menggunakan data *intraday return* untuk mengukur besaran return abnormal ketika terdapat pengumuman laba.

Daftar Referensi

- Ball, R.J., and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. Vol. 7, pp. 300-323.
- Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earning Announcements. *Journal of Accounting Research*. Vol. 6. No. 2. 67-1000.
- Beza, B. 1997. The Information Content of Annual Earning Announcement: A *Trading Volume Approach*. Tesis S2. Pascasarjana Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Foster, G. 1977. Accounting Earnings and Stock Prices of Insurances Companies. *The Accounting Review*. October. pp. 686-698.
- _____. 1986. *Financial statement Analysis*. 2nd Edition. Prentice-Hall. Englewood Cliffs. New Jersey.
- H. Farid., dan S. Sudomo. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*. PT Bursa Efek Jakarta. Jakarta.
- Hanafi, M. 1997. Informasi Laporan Keuangan: Studi Kasus pada Emiten Bursa Efek Jakarta. *KELOLA*. No. 16, hal. 75-100.
- Hartono, J. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. LIX. October, pp. 574-603.
- Husnan, S. 1996. *Manajemen Keuangan. Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Edisi 4. PT BPFE. Yogyakarta.
- Jogiyanto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 3. PT BPFE. Yogyakarta.
- _____. 2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. PT Gramedia Pustaka utama, Jakarta.
- Jurnal Pasar Modal Indonesia*. 1997. Indeks LQ 45 dan Tantangan Bagi Emiten. No. 2/VIII. Februari, pp. 10-13.
- Lako, A. 2002a. Reaksi Pasar terhadap Publikasi Laba Emiten. *Bank dan Manajemen*. No. 64. (Januari-Februari). pp. 45-51.
- _____. 2002c. Telaah atas Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Laba dan Kontribusi "Market Based Research" Kandungan Informasi Pengumuman Laba. *KOMPAK*. (Mei). 200-220 STIE "YO" Yogyakarta.
- _____. 2006. *Relevansi Informasi Akuntansi Untuk Pasar Saham Indonesia: Teori dan Bukti Empiris*. Amara Books. Yogyakarta.
- Nursiam dan Lastiyono, D., P. 2004. Analisis Efisiensi Pasar Modal Indonesia Periode 1998-2000 (Studi pada PT Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Volume 3. Hal. 1-23.
- Purba, E. M. 1997. Return Harga Saham di Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan. Tesis S-2. Tidak Diterbitkan. Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.

- Sadikin, D. S. (2000). Pengaruh Publikasi Laporan Keuangan Terhadap Harga dan Volume Perdagangan Saham di BEJ Tahun 1997. Tesis S2. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Ed., Prentice-Hall International, Inc. Singapore, New Jersey.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Keempat. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.

Paper ini telah dipresentasikan di Simposium Nasional Akuntansi XI – Pontianak, 22-24 Juli 2008. Ucapan terima kasih, penulis berikan kepada para reviewer SNA XI yang tidak teridentifikasi namanya. **Kritik, komentar dan koreksi yang membangun** dapat dihubungkan langsung ke sumiyana@fe.ugm.ac.id atau (0274)7842513. *) adalah lulusan sarjana strata 1 Fakultas Ekonomika & Bisnis, Universitas Gadjah Mada

* Pourtmvitpeor,vjuteockx