

**PENGARUH PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN TAHUNAN  
TERHADAP HARGA DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM  
DI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1997**

Tesis

untuk memenuhi sebagian persyaratan  
guna mencapai derajat sarjana S-2

Program Studi Akuntansi  
Bidang Ilmu Ekonomi  
Jurusan Ilmu-ilmu Sosial



diajukan oleh :  
Dikdik Saleh Sadikin  
7328/IV-3/523/95

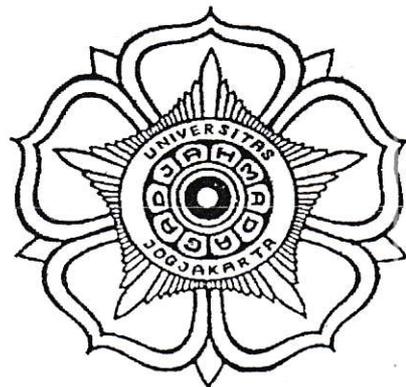
Kepada :  
Program Pasca Sarjana  
Universitas Gadjah Mada  
2000

**PENGARUH PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN TAHUNAN  
TERHADAP HARGA DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM  
DI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1997**

**Tesis**

**untuk memenuhi sebagian persyaratan  
guna mencapai derajat sarjana S-2**

**Program Studi Akuntansi  
Bidang Ilmu Ekonomi  
Jurusan Ilmu-ilmu Sosial**



**diajukan oleh :  
Dikdik Saleh Sadikin  
7328/IV-3/523/95**

**Kepada :  
Program Pasca Sarjana  
Universitas Gadjah Mada  
2000**

**PERNYATAAN KEASLIAN KARYA TULIS TESIS**

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa tesis dengan judul :

**PENGARUH PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN TAHUNAN TERHADAP HARGA DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1997**

dan dimajukan untuk diuji pada tanggal 28 Juli 2000, adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin, atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik tesis yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

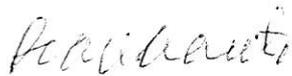
Yogyakarta, tanggal 28 Juli 2000

Yang memberi pernyataan



Dikdik Saleh Sadikin

Saksi 1, sebagai pembimbing tesis merangkap anggota tim penguji tesis:

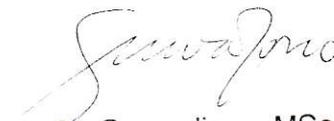


Drs. Harnanto, M. Soc. Sc

Saksi 2, sebagai anggota tim penguji tesis: Saksi 3, sebagai anggota tim penguji tesis:



Dr. Bambang Riyanto LS., MBA



Dr. Suwardjono, MSc

# Tesis

PENGARUH PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN TAHUNAN  
TERHADAP HARGA DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM  
DI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1997

dipersiapkan dan disusun oleh  
**DIKDIK SALEH SADIKIN**  
7328/IV-3/523/95

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji

pada tanggal 28 Juli 2000

## Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama



Drs. Harnanto, M.Soc.Sc.

Pembimbing Pendamping I

Pembimbing Pendamping II

Anggota Dewan Penguji Lain



Dr. Bambang Riyanto L.S., MBA



Dr. Suwardjono, M.Sc.

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan  
untuk memperoleh gelar Magister

Tanggal .....



Dr. Gudono, MBA

Pengelola Program Studi : ...Akuntansi.....

## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Segala puji syukur penulis limpahkan ke khadirat Illahi Rabbi, karena hanya atas rahmat dan ridha-Nya penulisan tesis ini dapat terselesaikan. Shalawat serta salam semoga pula selalu terlimpah pada nabi Muhamad SAW beserta keluarga dan pengikutnya yang setia. Tesis yang berjudul "Pengaruh publikasi laporan keuangan tahunan terhadap harga saham dan volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta" ini, mencoba melihat seberapa besar pengaruh yang dihasilkan dengan publikasi laporan keuangan di seputar tanggal pengumuman laporan keuangan melalui media massa. Penelitian ini masih jauh dari sempurna, mudah-mudahan dapat diperbaiki dan ditingkatkan oleh peneliti lain yang berminat pada kajian tentang informasi akuntansi. Atas terselesaikannya penulisan thesis ini, tidak lupa penulis ucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Drs. Harnanto, M.Soc, Akt yang tidak bosan dan lelah dalam waktu yang relatif lama, membimbing penulis untuk menyelesaikan tesis ini.
2. Rektor Universitas Gadjah Mada yang telah memberikan kesempatan penulis untuk melanjutkan studi pada Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
3. Direktur Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada yang telah memberikan kesempatan penulis untuk melanjutkan studi pada Program Magister Sains Universitas Gadjah Mada.
4. Prof. Dr. Mas'ud Machfoedz, MBA, Akt dan Dr. Gudono, MBA, Akt, selaku dosen wali Program Studi Akuntansi Program Magister Sains Universitas Gadjah Mada.
5. Para dosen pada Program Studi Akuntansi Program Magister Sains Universitas Gadjah Mada yang telah memberikan berbagai tambahan ilmu selama penulis mengikuti studi.
6. Karyawan/Staff pada program pasca sarjana khususnya magister sains yang banyak membantu dan kemudahan administrasi dan semua pihak yang tak penulis sebut satu persatu.
7. Seluruh Staff BAPEPAM, BEJ dan PT BNI Securities, yang membantu penulis mencari data yang diperlukan.

Semoga Allah SWT membalas semua kebaikan tersebut dengan balasan yang setimpal. Akhir kata, semoga hasil penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berminat pada kajian informasi akuntansi.

Bandung, 14 Juli 2000  
Penulis,

Dikdik Saleh Sadikin

## DAFTAR ISI

	<b>Halaman</b>
HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
DAFTAR ISI .....	v
DAFTAR TABEL .....	viii
DAFTAR GAMBAR .....	ix
DAFTAR LAMPIRAN .....	x
INTISARI .....	xi
ABSTRACTS .....	xii
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
A. Latar Belakang Masalah .....	1
B. Perumusan Masalah .....	3
C. Tujuan dan Manfaat Penelitian .....	3
D. Perumusan Hipotesis .....	4
E. Tinjauan Penelitian Terdahulu .....	4
F. Metodologi Penelitian .....	9
1. Teknik dan Analisis Data .....	11
2. Populasi dan Sampling.....	11
3. Pengumpulan dan Pengolahan Data .....	13
G. Batasan dan Lingkup Penelitian .....	14
H. Sistematika Pelaporan Hasil Penelitian .....	15
<b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA</b> .....	<b>16</b>
A. Tujuan dan Keterbatasan Informasi Akuntansi .....	16
B. Sumber Informasi Saham di Pasar Modal .....	20
C. Efisiensi Pasar .....	20
D. Bentuk Pasar Modal Yang Efisien .....	24

E. Analisis Investasi Saham .....	26
F. Manajemen Portfolio .....	37
<b>BAB 3 GAMBARAN UMUM PASAR MODAL INDONESIA</b>	<b>39</b>
A. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal di Indonesia .....	39
B. Pihak-pihak yang terkait dalam pasar modal Indonesia .....	46
C. Instrumen Pasar Modal .....	50
D. Pencatatan Efek di Bursa Efek Jakarta .....	52
<b>BAB 4 ANALISIS PENGARUH PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN TAHUNAN TERHADAP HARGA DAN VOLJME PERDAGANGAN SAHAM DI BEJ TAHUN 1996 –1997</b>	<b>55</b>
A. Metodologi Penelitian .....	55
1. Pengumpulan data .....	57
2. Pengolahan data .....	57
3. Pengujian Hipotesa dengan uji t dan uji Z .....	63
B. Analisis Hasil Penelitian .....	73
<b>BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN</b>	<b>77</b>
A. Kesimpulan .....	77
B. Saran-saran .....	78
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	<b>80</b>
<b>LAMPIRAN</b> .....	<b>83</b>

## DAFTAR TABEL

	<b>Halaman</b>
1. Daftar Sampel Penelitian .....	12
2. Perkembangan BEJ dari tahun 1976 - 1997 .....	45
3. Hasil Regresi Harga Saham terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ tahun 1996 - 1997 .....	60
4. Hasil Regresi Volume Perdagangan Saham di BEJ tahun 1996 - 1997 ....	62
5. Perhitungan AAR, CAAR, $SARN_t$ dan $SAR_{it}$ .....	64
6. Perhitungan Z hitung AAR Positip .....	65
7. Perhitungan $SUV_{it}$ dan $UBV_{it}$ .....	69
8. Perhitungan Z hitung untuk UV Positip .....	71

## DAFTAR GAMBAR

	<b>Halaman</b>
1. Perubahan rata-rata kumulatif abnormal return saham disepular tanggal pengumuman laporan keuangan di Bursa Efek Jakarta tahun 1997.....	67
2. Perubahan kumulatif volume perdagangan tidak normal di seputar tanggal pengumuman laporan keuangan di Bursa Efek Jakarta tahun 1997 .....	72

## DAFTAR LAMPIRAN

	<b>Halaman</b>
1. Perhitungan return saham dan return pasar di BEJ tahun 1996 –1997	84
2. Hasil regresi harga saham terhadap indeks harga saham gabungan di BEJ tahun 1996 – 1997 .....	100
3. Perhitungan volume perdagangan saham dan volume saham beredar di BEJ tahun 1996 – 1997 .....	110
4. Hasil regresi volume perdagangan saham perusahaan terhadap volume perdagangan saham .....	124

## DAFTAR GAMBAR

	<b>Halaman</b>
1. Perubahan rata-rata kumulatif abnormal return saham diseputar tanggal pengumuman laporan keuangan di Bursa Efek Jakarta tahun 1997.....	67
2. Perubahan kumulatif volume perdagangan tidak normal di seputar tanggal pengumuman laporan keuangan di Bursa Efek Jakarta tahun 1997 .....	72

## **INTISARI**

Publikasi laporan keuangan tahunan merupakan salah satu penyajian informasi untuk investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Penelitian ini dirancang sebagai penelitian empirik untuk mengetahui reaksi pasar dengan adanya publikasi laporan keuangan tahunan.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan abnormal return dan abnormal volume yang dihitung berdasarkan pendekatan model pasar.

Sampel dipilih secara judgement sampling terhadap 38 saham aktif dan likuid diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta tahun 1996-1997, dengan data harian yang digunakan meliputi harga saham, indeks harga saham gabungan, volume saham terdaftar dan diperdagangkan.

Metodologi penelitian yang digunakan adalah studi peristiwa dengan periode estimasi 110 hari dan periode jendela 21 hari diseperti tanggal publikasi laporan keuangan tahunan.

Pengujian hipotesis dengan statistik parametrik dan non-parametrik menunjukkan secara signifikan bahwa publikasi laporan keuangan tahunan mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham, hasil ini menunjukkan pula bahwa Bursa Efek Jakarta telah memenuhi bentuk pasar setengah kuat untuk tahun 1997.

**Kata kunci :** Laporan keuangan tahunan; Abnormal return; Abnormal volume

**THE EFFECT OF THE ANNUAL FINANCIAL REPORTS  
PUBLICATION ON THE PRICE AND VOLUME OF SHARES  
TRADING IN JAKARTA STOCK EXCHANGE**

**ABSTRACT**

Publication of annual financial reports is a means of information presented for investor to make decisions on their investment.

This research is designed as an empirical research intended to find out the market reaction, resulting from the publication of the annual financial reports. The market reaction is shown from the abnormal return and abnormal volume calculated based on the market model approach.

The sample is selected through judgement sampling of 38 active shares and liquid traded at Jakarta Stock Exchange between 1996 and 1997, with daily data covering shares prices, composite index, shares volume listed and traded.

The research methodology utilized is event study with estimation period of 110 days and window period of 21 days around the date of publication of the annual financial reports.

The assessment of the hypothesis through parametric and non-parametric statistics significantly showed that the publication of the annual financial reports influenced the prices and volume of shares trading. The assessment also showed that Jakarta Stock Exchange fulfilled the form of semi strong form efficient market for 1997.

**Key words :** Annual financial reports; Abnormal return; Abnormal volume

## BAB 1 PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

Selama sepuluh tahun terakhir pasar modal di Indonesia telah berkembang sangat pesat, dimana perkembangannya ditandai dengan melonjaknya jumlah saham yang ditransaksikan dan semakin tingginya volume perdagangan saham. Seiring dengan perkembangan yang pesat tersebut, kebutuhan atas informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal juga semakin meningkat.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang, Most, dan Brain (1983) menunjukkan pentingnya laporan keuangan tahunan perusahaan sebagai suatu informasi untuk keputusan investasi.

Pada dasarnya laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi penting yang digunakan oleh investor dalam menilai kinerja perusahaan yang go publik. Jika laporan keuangan dapat menyajikan informasi yang relevan dengan model keputusan yang digunakan oleh investor maka investor akan menggunakan informasi akuntansi tersebut untuk membuat keputusan *buy*, *hold*, atau *sell* saham. Salah satu informasi yang banyak digunakan adalah informasi akuntansi, terutama yang berasal dari laporan keuangan.

Informasi yang disediakan oleh akuntansi, ialah informasi keuangan mengenai kondisi keuangan dan hasil usaha suatu perusahaan, yang dapat digunakan oleh para pemakainya sesuai kepentingan masing-masing. Para pemakai informasi akuntansi yang dimaksud, ialah pemilik perusahaan, pemasok, investor, kreditor, manajemen, pemerintah, dan anggota

masyarakat lainnya. Di Antara pemakai informasi akuntansi (laporan keuangan) yang disebutkan di atas pemakai yang paling berkepentingan ialah investor dan kreditor. Ini berarti, informasi akuntansi yang disajikan melalui media laporan keuangan lebih difokuskan untuk memenuhi kebutuhan investor dan kreditor dibandingkan dengan pemakai ekstern lainnya.

Banyak buku literatur diantaranya Jones (1996) menyatakan pasar modal dalam bentuk efisien berkenaan dengan suatu sistem informasi, dimana harga saham secara penuh merefleksikan sistem informasi tersebut. Dalam pasar yang efisien, harga bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang relevan. Informasi baru tersebut kemudian akan masuk ke dalam dan membentuk harga sekuritas, dengan demikian tidak akan diperoleh keuntungan abnormal yang konsisten.

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

Suad Husnan et. al (1994), memberikan bukti empiris bahwa nampaknya laporan keuangan dipergunakan oleh investor dalam kegiatan perdagangan di Bursa Efek Jakarta. Kegiatan perdagangan relatif pada hari pengumuman laporan keuangan lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan di luar pengumuman laporan keuangan. Antisipasi investor terhadap laporan keuangan sudah terlihat sebelum pengumuman laporan keuangan. Laporan keuangan bulan Desember mempunyai dampak yang lebih besar dibandingkan laporan keuangan bulan Maret terhadap perdagangan relatif.

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

## **B. Perumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan di atas, masalah pokok dalam penelitian ini ialah : apakah laporan keuangan tahunan mempunyai kandungan informasi ? Dengan kata lain apakah informasi akuntansi yang diterbitkan mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham ?

## **C. Tujuan Dan Manfaat Penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empirik bahwa :

1. Informasi laporan keuangan tahunan bermanfaat dan mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga dan volume perdagangan saham di pasar modal.
2. Dengan melakukan pengamatan perubahan harga saham dan volume perdagangan di sekitar waktu diterbitkannya laporan keuangan tahunan, penelitian ini juga bertujuan untuk membuktikan efisiensi Bursa Efek Jakarta dalam menyerap informasi akuntansi yang masuk dalam pasar.

3. Menambah pengalaman penelitian bagi peneliti sendiri sebagai karyasiswa pasca sarjana UGM.

#### **D. Perumusan Hipotesis**

Bertitik tolak dari masalah yang diajukan dan tujuan yang dikemukakan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

Hipotesa pertama :

**H<sub>11</sub>** : Publikasi laporan keuangan tahunan tidak berpengaruh terhadap harga saham di BEJ.

Hipotesa kedua :

**H<sub>12</sub>** : Publikasi laporan keuangan tahunan tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan saham di BEJ.

#### **E. Tinjauan Penelitian Terdahulu**

Penelitian manfaat informasi akuntansi di sekitar pengumuman laporan keuangan studi pendahuluan mengenai pengumuman laporan keuangan dilakukan oleh Ball & Brown (1968) di New York Stock Exchange dengan sampel 261 saham perusahaan dan periode studi tahun 1946 – 1966 untuk melihat pengaruh perubahan informasi laba terhadap perilaku investor, yang diukur dengan tingkat *abnormal return* saham. Perubahan laba diklasifikasikan atas perubahan positif (berita baik) dan penurunan laba (berita buruk). Hasil penelitiannya ialah memang terdapat hubungan antar informasi tentang perubahan laba dan aliran kas dan *abnormal return* saham. Setelah laporan tahunan dipublikasikan, indeks harga saham menjadi mendatar dari bulan ke nol sampai bulan ke 6, yaitu harga sepenuhnya telah bereaksi atas seluruh informasi laba, sehingga tidak dapat

diandalkan lagi sebagai pedoman perdagangan yang menguntungkan. Reaksi pasar atas laporan tahunan tampaknya hanya sedikit bahkan tidak ada, sehingga dilihat dari segi pasar laporan tahunan tidak relevan dan tidak memberikan informasi baru di dalamnya.

Beaver (1968) menguji pengaruh kandungan informasi dari laporan keuangan terhadap volume transaksi dan pergerakan harga saham. Periode studi tahun 1961 – 1965 dan digunakan sampel 143 perusahaan ; dengan hasilnya ialah volume transaksi meningkat secara drastis disekitar tanggal pengumuman, tetapi terjadi transaksi dibawah normal selama 8 minggu sebelum pengumuman. Perubahan harga terjadi pada saat minggu pengumuman (minggu nol), yaitu meningkat sebesar 67% dibandingkan rata-rata *non report period* dan perubahan volume perdagangan meningkat sebesar 33% dibandingkan rata-rata *non period report*.

Morse (1981) melakukan penelitian terhadap reaksi harga dan volume perdagangan saham di seputar pengumuman laba. Sampel yang digunakan dalam penelitiannya adalah 25 saham yang terdaftar di pasar modal (20 saham di NYSE dan 5 saham ASE) dan 25 saham yang diperdagangkan di OTC. Data yang digunakan meliputi data harga dan volume perdagangan saham selama kurun waktu 4 tahun dari tahun 1973 hingga 1976. Periode jendela yang digunakan dalam mengamati perubahan harga dan volume perdagangan yaitu 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman laba. Hasil penelitian menunjukkan perubahan harga dan volume perdagangan secara signifikan terjadi satu hari sebelum pengumuman hingga pada saat diumumkannya *Wall Streets Journal*.

Bamber (1987) melakukan penelitian terhadap reaksi pasar setelah publikasi laba tahunan selama kurun waktu 1977-1979. Penelitian dilakukan terhadap publikasi laba tahunan dari 279 perusahaan yang dipilih

secara random dari *Value Line Investment Survey*. Reaksi pasar dilihat dari ada tidaknya *unexpected earning* maupun volume transaksi yang di atas normal. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya reaksi pasar atas publikasi laba dan ada hubungan yang positif antara *unexpected trading volume* dengan besarnya *unexpected earning*.

Bamber juga (1989) melakukan penelitian reaksi pasar setelah publikasi laba kuartalan dengan metode yang hampir sama. Data yang digunakan adalah 900 publikasi laba kuartalan dari 195 perusahaan selama kurun waktu 1977 – 1989. Hasil penelitian ini juga menunjukkan adanya reaksi pasar setelah publikasi laba kuartalan. Bamber juga berhasil menunjukkan bahwa nilai absolut dari *unexpected earnings* berhubungan dengan besarnya, lamanya *unexpected trading volume*.

Stice (1991) meneliti efisiensi pasar terhadap laba yang tercantum dalam 10-K dan 10-Q. Sampel penelitian yang digunakan adalah 342 perusahaan yang menyerahkan 10-K dan 10-Q ke SEC paling lambat 4 hari sebelum laba tahunan dipublikasikan melalui *The Wall Street Journal*. Dalam melihat signifikan tidaknya *unexpected earning* dan *unexpected trading volume* digunakan *asymptotic standard normal distribution*. Penelitian Stice menunjukkan adanya reaksi setelah publikasi laba tahunan melalui *The Wall Street Journal*. Jadi metode publikasi ternyata mempengaruhi apakah suatu informasi akan segera tercermin pada harga saham.

Cready dan Mynatt (1991) meneliti dan menginterpretasikan respon pasar saham di sekitar tanggal penerbitan laporan tahunan. Sampel penelitian yang digunakan adalah 320 perusahaan yang dipilih secara random dengan kurun waktu tahun 1981 – 1983. Penelitian Cready membuktikan laporan tahunan digunakan oleh investor di dalam membuat

keputusan investasi dan laporan tahunan mempunyai manfaat sosial bagi investor. Respon perdagangan saham terhadap laporan tahunan nampak relatif lama hingga 7 hari setelah tanggal laporan.

Abdelsalam dan Satin (1991) meneliti pengaruh publikasi laporan keuangan perusahaan terhadap volume perdagangan saham pada suatu *thin market*. Sampel penelitian yang digunakan adalah 28 perusahaan untuk tahun 1985 dan 20 perusahaan untuk tahun 1986. Sampel dikelompokkan dalam 4 sektor yaitu keuangan, industri, jasa dan pertanian selain itu kelompokkan juga ke dalam kelompok laba naik dan turun serta dikelompokkan pula ke dalam kelompok deviden naik, tetap, dan turun. Hasil penelitiannya menunjukkan penerbitan laporan keuangan tahunan mempunyai pengaruh yang cukup kecil terhadap volume perdagangan saham.

Di Indonesia telah banyak studi dan tesis mahasiswa pascasarjana yang mereplikasi tentang pengaruh informasi keuangan ini dengan hasil yang berbeda untuk uji efisiensi pasar modal bentuk lemah dan setengah kuat.

Astami (1984) mengamati pengaruh informasi laporan keuangan terhadap harga saham. Data yang digunakan adalah laporan keuangan tahun 1982 dan indeks harga saham bulan Desember 1983. Sampel dipilih sebanyak 13 saham perusahaan dari 24 perusahaan sudah go public waktu itu, dengan kriteria perusahaan sudah go public sampai pada tanggal 31 Desember 1982 dan telah membagikan deviden untuk tahun buku 1982. Hipotesa diuji dengan menggunakan analisa regresi linear. *Devidend yield*, realisasi return dan pendapatan per lembar saham sebagai variabel independen serta indeks harga rata-rata saham (=100) sebagai variabel dependen. Salah satu dari hasil temuan penelitian tersebut adalah bahwa

perubahan indeks harga saham (52,87%) perusahaan go public dipengaruhi oleh perubahan *devidend yield*.

Setiawati (1995) meneliti pengaruh publikasi laba terhadap volume transaksi saham biasa dari 41 perusahaan di Bursa Efek Jakarta dalam kurun waktu  $\pm$  1 tahun (1 April 1993 – Maret 1994). Hasil penelitian menunjukkan adanya reaksi pasar berupa lonjakan volume transaksi dengan adanya publikasi laba akuntansi.

Husnan et. Al (1996) meneliti dampak pengumuman laporan keuangan terhadap kegiatan perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa laporan keuangan tampaknya dipergunakan investor dalam kegiatan perdagangan di Bursa Efek Jakarta. Kegiatan perdagangan relatif pada hari pengumuman laporan keuangan lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan di luar pengumuman laporan keuangan. Laporan keuangan tidak mempunyai pengaruh yang berarti terhadap variabilitas tingkat keuntungan untuk bulan Desember tetapi untuk bulan Maret pengaruh tersebut signifikan dengan melihat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dengan sesudah laporan keuangan. Hasil ini disebabkan karena laporan keuangan bulan Maret memberikan informasi baru yang mengakibatkan ketidakpastian yang lebih tinggi dibandingkan laporan keuangan Desember.

Beza (1997) meneliti kandungan informasi dari laporan keuangan dengan pendekatan volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1995. Sampel yang digunakan adalah 30 saham perusahaan go public yang dipilih secara *justified sampling*. Hasil penelitian menunjukkan volume perdagangan meningkat secara signifikan pada saat diumumkan laporan keuangan di Bursa Efek Jakarta.

## F. Metodologi Penelitian

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

*Menghitung abnormal return saham :*

Dalam melakukan estimasi digunakan regresi harga saham  $i$  pada hari  $t$  terhadap indeks harga saham gabungan pada hari  $t$  selama periode estimasi, dengan menggunakan market model sebagai berikut :

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

dalam hal ini :

- $R_{it}$  : return realisasi sekuritas ke  $i$  pada periode estimasi ke- $j$ .
- $\alpha_i$  : intercept untuk sekuritas ke- $i$
- $\beta_i$  : koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke- $i$
- $R_{mt}$  : return indeks pasar pada periode estimasi ke- $j$
- $\varepsilon_{it}$  : kesalahan residu sekuritas ke- $i$  pada periode estimasi ke- $j$ , umumnya diasumsikan sama dengan nol.

Menghitung abnormal return untuk mengetahui reaksi harga pada jendela peristiwa , analisis data yang dilakukan dengan menggunakan model pasar yang umum digunakan (*market model*) sebagai model dasar untuk menghitung normal return dan abnormal return sebagai berikut :

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

dalam hal ini

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

*Menghitung volume transaksi di atas normal*

Model ekspektasi untuk volume transaksi saham dibentuk menggunakan *time series regression* seperti yang digunakan oleh Cready dan Mynatt (1991) dengan persamaan *time series* sebagai berikut :

$$PV_{it} = \alpha_i + \beta_i \ln(VKMT_t / OSKMT_t) + \varepsilon_{it}$$

dalam hal ini :

- $PV_{it}$  : logaritma dasar dari volume perdagangan saham harian perusahaan i pada hari t dibagi jumlah saham perusahaan i yang terdaftar di bej pada hari t  
 $\alpha_i, \beta_i$  : intercept dan slope  
 $VKMT_t$  : total saham biasa yang diperdagangkan di BEJ pada hari t  
 $OSKMT_t$  : total saham biasa yang terdaftar di BEJ pada hari t  
 $\varepsilon_{it}$  : sisa dari volume transaksi saham perusahaan i pada hari t

Model estimasi ini selanjutnya akan digunakan untuk mengestimasi abnormal volume standarisasi secara harian dengan rumus sebagai berikut :

$$UV_{it} = \frac{PV_{it} - \overline{PV_{it}}}{STV_i}$$

dalam hal ini :

- $UV_{it}$  : abnormal volume saham ke i pada hari t  
 $PV_{it}$  : volume saham sebenarnya ke i pada hari t  
 $\overline{PV_{it}}$  : volume saham ekspektasi ke i pada hari -t  
 $STV_i$  : standar deviasi residual perusahaan i dari persamaan

Dari model-model tersebut di atas kemudian seluruh sekuritas yang dijadikan sampel diuji dengan menggunakan statistik parametrik dan non parametrik.

### **1. Teknik analisis data**

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

Nilai *t* hitung abnormal return

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

Nilai *t* hitung abnormal volume

$$t_{\text{hitung}} \text{ SUV}_{it} = \frac{UV_{it} - \overline{UV}_{it}}{STD}$$

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

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

dalam hal ini :

*p* : proporsi positif abnormal return saham nyata  
*N* : jumlah sekuritas yang diobservasi

## **2. Populasi dan Sampling**

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

1. Sampel diambil dari perusahaan yang telah terdaftar di BEJ pada tahun 1995 dan sahamnya aktif diperdagangkan di bursa selama

tahun 1996 dan 1997 dengan memakai data dari 38 saham yang likuid berdasarkan SE BEJ No. SE.03/BEJ II.1/1994.

2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan di BEJ melalui media massa pada tahun 1997.
3. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak melakukan kebijakan pemecahan lembar sahamnya (*stock split*) selama periode yang diamati yaitu 150 hari.

Berdasarkan pada kriteria tersebut di atas maka diperoleh perusahaan yang

dijadikan sampel sebagai berikut :

Tabel 1.1. Daftar Sampel Penelitian

No.	Nama perusahaan sampel	Tgl publikasi L/K
1.	Aneka Kimia Raya	28 April 1997
2.	Astra Internasional	22 April 1997
3.	BDNI	7 April 1997
4.	Bank Bali	8 April 1997
5.	Bank Papan Sejahtera	29 April 1997
6.	Barito Pacific Timber	29 April 1997
7.	Citra Marga Nusa Pala	30 April 1997
8.	Charoen Pokphand Indonesia	28 April 1997
9.	Centra Proteina Prima	28 April 1997
10.	Ciputra Development	30 April 1997
11.	Duta Anggada Realty	29 April 1997
12.	Davomas Abadi	30 April 1997
13.	Dankos Laboratories	29 April 1997
14.	Ever Shine Textile Industry	30 April 1997
15.	Enseval Mega Trading	28 April 1997
Tabel 1.1 (lanjutan)		
16.	Fajar Surya Wisesa	30 April 1997
17.	Gudang Garam	21 Mei 1997
18.	Gadjah Tunggal	31 Maret 1997
19.	HM Sampoerna	8 April 1997
20.	Indofood Sukses Makmur	17 Maret 1997
21.	Indocement Tunggal Perkasa	30 Mei 1997
22.	Indosat	5 Maret 1997
23.	JAPFA Comfeed	24 April 1997
24.	GT Kabelindo	30 April 1997
25.	Lippo Bank	2 April 1997
26.	Polysindo Eka Perkasa	24 April 1997
27.	Putra Surya Perkasa	30 April 1997
28.	Steady Safe	8 April 1997
29.	Smart Corporation	30 April 1997
30.	Semen Gresik	24 April 1997
31.	Sorini Corporation	28 April 1997
32.	Sona Topas Tourism Industry	8 April 1997
33.	Sumalindo Lestari Jaya	29 April 1997
34.	Tiga Raksa Satria	28 April 1997
35.	Trias Sentosa	28 April 1997

36.	Tempo Scan Pacific	1 April 1997
37.	United Tractors	21 April 1997
38.	Voksel Electric	24 April 1997

### **3. Pengumpulan dan Pengolahan Data**

Pengumpulan data dilakukan dengan cara *download* melalui internet ke BEJ dan BAPEPAM, dan sebagian seperti tanggal laporan keuangan dilakukan dengan cara melihat langsung ke sumbernya seperti media massa, daftar kurs efek, daftar monitoring serta publikasi lainnya yang dikeluarkan oleh BEJ dan BAPEPAM.

Pengolahan data semuanya dilakukan dengan menggunakan fasilitas statistik yang ada pada perangkat lunak Microsoft Excel'97 dalam Microsoft Office'97.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa :

1. Harga saham harian dari perusahaan publik yang menjadi sampel selama kurun waktu 150 hari disekitar tanggal publikasi laporan keuangan.
2. Indeks harga saham gabungan harian selama kurun waktu 150 hari disekitar tanggal publikasi laporan keuangan.
3. Volume transaksi harian dari perusahaan yang terpilih menjadi sampel untuk kurun waktu 150 hari perdagangan diseputar tanggal publikasi laporan keuangan.
4. Total volume perdagangan harian saham biasa di BEJ untuk kurun waktu 150 hari perdagangan diseputart tanggal publikasi laporan keuangan.
5. Jumlah saham biasa yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari setiap perusahaan yang terpilih menjadi sampel
6. Jumlah keseluruhan saham biasa yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta

7. Tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan dari perusahaan sampel. Terdapat dua tanggal pengumuman yaitu pengumuman di media massa dan di lantai bursa. Tanggal yang dipakai adalah tanggal tercepat di antara kedua sumber tersebut.

#### **G. Batasan Dan Lingkup Penelitian**

Agar penelitian ini dapat mencapai tujuan dan memberi manfaat seperti yang diharapkan, batasan dan lingkup penelitian perlu ditetapkan. Hal ini dianggap perlu agar para pembaca kelak tidak keliru menginterpretasikan hasil penelitian ini. Batasan-batasan tersebut adalah sebagai berikut :

1. Jenis sekuritas yang digunakan sebagai populasi dan sampel dalam penelitian ini adalah saham biasa. Dengan alasan umumnya saham biasa merupakan saham terbesar dalam perusahaan, baik jumlah lembar maupun nilai. Selain itu, sebagian besar saham yang diperdagangkan di bursa efek adalah saham biasa.
2. Periode yang diamati adalah tahun 1996 sampai dengan 1997 dengan alasan (1) selama periode ini pertumbuhan perusahaan tercatat di Bursa Efek Jakarta cukup besar, dan (2) selama periode ini terjadi gejolak harga yang hebat atas saham-saham yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta.
3. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Jakarta dengan alasan bahwa bursa efek ini merupakan bursa yang tertua dan terbesar di Indonesia saat ini.
4. Tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan perusahaan sampel yang dipakai adalah tanggal tercepat antara di media massa dan di lantai bursa.

5. Faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi harga saham, seperti deviden, bunga simpanan (bebas risiko), pajak dan kondisi perekonomian serta faktor-faktor lain, diabaikan.

#### **H. Sistematika Pelaporan Hasil Penelitian**

Laporan penelitian ini disusun dengan sistematika yang dibagi dalam 5 bab dengan uraian sebagai berikut:

Bab I merupakan pendahuluan yang menguraikan tentang latar belakang penelitian, perumusan masalah, batasan penelitian, dan diakhiri dengan sistematika pelaporan hasil penelitian.

Bab II merupakan tinjauan pustaka yang menjadi acuan pemahaman teoritis dalam penelitian ini, yang mencakup tujuan dan keterbatasan informasi akuntansi, efisiensi pasar, bentuk pasar modal yang efisien, diakhiri analisis investasi saham dan manajemen portofolio.

Bab III merupakan gambaran umum pasar modal Indonesia yang mencakup sejarah dan perkembangan pasar modal di Indonesia, pihak-pihak yang terkait dalam pasar modal di Indonesia, instrument pasar modal dan diakhiri dengan pencatatan efek di Bursa Efek Jakarta.

Bab IV merupakan landasan metodologi penelitian yang merupakan acuan analisis ilmiah dalam mewujudkan hasil penelitian yang mencakup pemilihan sampel, pengumpulan data, analisis, statistik dan pengujian hipotesa. Dalam bab ini diinterpretasikan hasil-hasil statistik dan penjelasan pendukung dalam rangka menyusun kesimpulan penelitian.

Bab V merupakan bab akhir yang memuat kesimpulan dan hasil penelitian yang telah dilakukan beserta keterbatasan hasil penelitian.

## BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Pada awal bagian ini akan diuraikan tujuan penyajian informasi akuntansi. Setelah itu akan dibahas tentang sumber informasi, efisiensi pasar, bentuk efisiensi pasar, analisis investasi saham dan terakhir manajemen portofolio.

### A. Tujuan dan Keterbatasan Informasi Akuntansi

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

*The purpose of accounting is to furnish financial data concerning a business enterprise, compiled and presented to meet the need of management, investor, and the public (1970, hal.1).*

FASB melalui APB No. 4 menyatakan bahwa :

*Accounting is a service activity. Its function is to provide quantitative information, primarily financial in nature, about economic entities that is intended to be useful in making economic decisions in making reasoned choices among alternative course of action (1970, par.40).*

Lebih lanjut lagi FASB menyatakan bahwa tujuan akuntansi keuangan dan laporan keuangan adalah :

*To provide quantitative financial information about a business enterprise that is useful to statement users, particularly owners and creditors, in making economic decisions (1970, par. 73).*

FASB menyatakan bahwa fungsi informasi akuntansi adalah sebagai alat bantu untuk pengambilan keputusan, laporan keuangan harus berperan lebih dari sekedar alat pertanggungjawaban. Melalui SFAC No.1, FASB kembali menekankan pentingnya informasi akuntansi untuk membantu pengambilan keputusan ekonomi dan bisnis.

Dalam SFAC No. 1 diuraikan tujuan pelaporan keuangan adalah :

*Should provide information that is useful to present and potential investors and creditors and other users in making rational investment, credit, and similar decisions;* (1970, par. 34)

*Should provide information to help present and potential investors and creditors and other users in assessing the amounts, timing, and uncertainty of prospective cash receipts from dividends or interest and the proceeds from sale, redemption, or maturity of securities or loans;* (1970, par. 37)

*Should provide information about the economic resources of an enterprise, the claims to those resources (obligations of the enterprise to transfer resources to other entities and owners equity), and the effect of transactions, events, and circumstances that change its resources and claims to those resources* (1970, par. 40).

Perlu diketahui bahwa pelaporan keuangan tidak sama dengan laporan keuangan. Laporan keuangan (*financial statement*) adalah salah satu jenis dari pelaporan keuangan (*financial reporting*).

Dari uraian mengenai tujuan akuntansi dan pelaporan keuangan di atas, dapat disimpulkan agar laporan keuangan yang mereka audit dapat menjadi alat yang berguna untuk keputusan investasi di pasar modal.

Dengan usaha memahami kebutuhan pemakai informasi supaya laporan keuangan benar-benar bermanfaat bagi para partisipan dalam pasar modal, FASB merumuskan karakteristik kualitatif yang harus dimiliki oleh suatu laporan keuangan. Dalam APB No. 4 (1970, par. 87-94) diuraikan 7 tujuan kualitatif yang mesti melekat pada laporan keuangan supaya berguna untuk pengambilan keputusan. Ketujuh karakteristik tersebut adalah :

1. Tujuan kualitatif yang utama (*relevance*)

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

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

Menurut Foster (1986, hal. 76), suatu informasi bermanfaat jika informasi tersebut mempunyai makna bagi pemakainya. Ada 3 faktor yang mempengaruhi makna dari penyajian informasi, yaitu :

- Ekspektasi pasar modal mengenai makna dan waktu dari penyajian informasi.
- Implikasi dari informasi yang disajikan terhadap distribusi return di masa yang akan datang.
- Kredibilitas sumber informasi.

Akuntan publik sebagai penilai kewajaran laporan keuangan berperan untuk meningkatkan kredibilitas laporan keuangan tersebut.

Informasi akuntansi melalui laporan keuangan hanyalah salah satu jenis informasi yang diperlukan oleh investor. Namun laporan keuangan memiliki keunggulan komparatif dibandingkan informasi lain, karena :

- Lebih berhubungan langsung dengan variabel-variabel yang relevan diperlukan oleh pelaku pasar modal.
- Sumber informasi yang cukup dapat diandalkan, sebab dilaksanakannya audit atas laporan keuangan oleh auditor.
- Sumber informasi yang tersedia dengan biaya rendah bagi investor dan masyarakat.
- Cukup tepat waktu. (Foster, 1986, hal. 10)

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

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

## **B. Sumber Informasi Saham di Pasar Modal**

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

1. Newspaper
2. Magazine

3. Corporate Reports
4. Brokage firms
5. Investment information services

### **C. Efisiensi Pasar**

Sebelum membicarakan bentuk-bentuk pasar yang efisien (*efficient markets forms*) terlebih dahulu akan dijelaskan pengertian dari efisiensi pasar (*market efficiency*).

Pendapat yang dikemukakan oleh Blake (1990, hal. 243) efisiensi pasar dapat dibedakan dalam tiga konsep yaitu : secara alokatif, operasional dan informasional.

Efisiensi pasar secara alokatif adalah untuk mengalokasikan sumber daya yang langka di antara kompetitor, yang pada akhirnya akan membawa sumber daya tersebut dapat digunakan secara lebih produktif. Peran pasar modal adalah untuk mengalokasikan sumber daya yang dapat diinvestasikan dalam suatu cara yang efisien secara alokatif.

Efisiensi pasar secara operasional yaitu apabila biaya operasi dari transaksi (yaitu spread komisi pelaku pasar dan pialang) ditentukan secara kompetitif. Dengan kata lain, suatu pasar beroperasi di dalam suatu lingkungan yang kompetitif dengan pelaku pasar dan pialang memperoleh keuntungan normal (dan bukan keuntungan dari monopoli) dari aktivitasnya. Suatu definisi yang tepat dari efisiensi secara operasional mengimplikasikan bahwa biaya transaksi yang terjadi di pasar adalah nol.

Efisiensi pasar secara informasi yaitu jika harga pasar sekuritas yang berlaku mencerminkan secara cepat dan penuh semua informasi yang tersedia.

Pasar dikatakan efisien secara sempurna jika secara simultan efisien secara alokasi, operasional dan informasional. (Blake, [1990,hal 243]).

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

1. Terdapat sejumlah besar pemodal rasional, sebagai *price takers*, yang secara aktif berpartisipasi dalam menganalisis, menilai, dan memperdagangkan saham.
2. Informasi dapat diperoleh dengan murah (*costless*) dan tersedia secara luas bagi para partisipan pasar dalam waktu yang hampir bersamaan.
3. Informasi disebarakan secara acak.
4. Pemodal bereaksi secara cepat dan akurat terhadap informasi baru, sehingga harga saham juga bereaksi secara cepat dan akurat. (Jones[1996, hal 270])

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

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

Sementara itu karakteristik-karakteristik dari konsep pasar modal adalah :

1. Proses penentuan efisiensi pasar modal akan berhubungan dengan variabel-variabel pasar agregat (*aggregate market variables*), seperti harga sekuritas dan tingkat keuntungan sekuritas.

2. Konsep pasar modal efisien memusatkan perhatian pada hubungan *ex-ante* (yang sudah terjadi) antara distribusi tingkat keuntungan sekuritas dengan isi dari berbagai informasi yang ada.
3. Penentuan efisiensi pasar modal akan dikaitkan dengan informasi-informasi. Derajat efisiensi pasar modal akan ditentukan oleh jenis informasi yang digunakan dalam penilaian efisiensi pasar modal tersebut.

#### **D. Bentuk Pasar Modal yang Efisien**

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Jones (1996, hal. 269) menyebutkan definisi pasar modal efisien sebagai berikut :

*An efficient markets (EM) is one in which the prices of all securities quickly and fully reflect all available information about the assets.*

Definisi tersebut mengandung 3 inti pengertian , yaitu : *fully reflect* berarti bahwa harga sekarang suatu saham berkaitan dengan seluruh informasi yang diketahui di dalam harga, termasuk bukan hanya informasi masa lalu tetapi juga informasi sekarang beserta kejadian-kejadian yang sudah diumumkan namun masih transparan, *quickly and accurately* para pemodal akan menerima informasi yang akurat dalam waktu secepat mungkin melalui media informasi apa saja, contohnya di Amerika Serikat informasi penting akan diterima oleh para pemodal paling satu hari setelah tanggal pengumuman. *Accurately* tidak berarti bahwa penyesuaian harga harus sempurna, melainkan tidak bias artinya nilai yang diharapkan dari kekeliruan penyesuaian (adjustment error) adalah nol. Konsep ini tidak mengharuskan terjadi harga keseimbangan baru (*new equilibrium price*) melainkan hanya suatu estimasi yang tidak bias mengenai harga

keseimbangan baru setelah para pemodal memasukkan seluruh informasi tersebut ke dalam analisis mereka.

Berdasarkan informasi yang tersedia pada suatu pasar modal tingkat efisiensi pasar modal dapat dibagi dalam 3 bentuk, yaitu : bentuk lemah (*weak form efficiency*), bentuk setengah kuat (*semi-strong form efficiency*), dan bentuk kuat (*strong form efficiency*). Pengurutan tingkat efisiensi pasar modal tersebut dilakukan berdasarkan sifat informasi yang dibagi dalam informasi masa lampau, informasi yang dipublikasikan, dan informasi yang belum dipublikasikan (*inside trading*).

### **1. *Weak form efficiency* (efisiensi bentuk lemah)**

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

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

### **2. *Semi-strong form efficiency* (efisiensi bentuk setengah kuat)**

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

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

### **3. Strong form efficiency (efisiensi bentuk kuat)**

Bentuk efisiensi yang kuat menyatakan bahwa tidak ada satupun informasi yang tersedia baik bagi publik maupun privat yang mengizinkan para pemodal untuk meraih keuntungan yang tidak normal secara

konsisten. Bentuk ini menyatakan bahwa harga saham akan melakukan penyesuaian secara cepat terhadap informasi apapun, bahkan informasi yang tidak tersedia bagi semua pemodal (informasi privat) dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian.

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

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

#### **E. Analisis Investasi Saham**

Analisis terhadap harga saham di pasar modal hanya mungkin memberikan hasil yang akurat bila pasar modal itu sendiri dalam keadaan efisien. Bila harga saham ditentukan hanya sekelompok pelaku pasar tertentu, maka harga tersebut tentu bukan merupakan harga yang wajar, yang merupakan hasil perimbangan permintaan dan penawaran. Pendekatan analisis dengan menggunakan informasi pasar yang efisien

disebut pendekatan manajemen investasi pasif (*passive management – investment approach*) (Foster[1986, hal.311]).

Dalam proses penilaian saham, pengertian nilai (*value*) dan harga (*price*) perlu dibedakan. Yang dimaksud nilai adalah nilai intrinsik, sedangkan harga diartikan sebagai harga pasar. Nilai intrinsik merupakan nilai yang sebenarnya/nyata suatu saham yang ditentukan oleh beberapa faktor fundamental perusahaan. Menurut Graham et. Al., yang dikutip oleh George Foster (1986 , hal 309) yang dimaksud dengan nilai intrinsik adalah nilai yang tercermin pada fakta (*justified by the fact*) seperti aktiva, pendapatan, deviden, prospek perusahaan, termasuk aspek manajemen.

Untuk menentukan nilai saham, pemodal dan analisis melakukan analisis terlebih dahulu terhadap saham-saham yang ada di pasar modal guna menentukan saham-saham atau melakukan portofolio yang dapat memberikan return paling optimal. Sebagai patokan umum dalam melakukan pilihan investasi dapat dipilih salah satu dari dua pernyataan berikut ini : (1) suatu sekuritas dengan return tertinggi pada suatu tingkat risiko tertentu, atau (2) suatu sekuritas dengan risiko terendah pada suatu tingkat return tertentu.

Ada beberapa pendekatan analisis yang dapat digunakan, namun yang umum digunakan yaitu pendekatan teknikal dan pendekatan fundamental. Foster (1986, hal 305-308) mengelompokkan pendekatan analisis sekuritas menjadi dua kelompok, yaitu pendekatan manajemen investasi aktif (*active investment - management approach*) dan pendekatan manajemen investasi pasif (*passive investment – management approach*). Pendekatan manajemen investasi aktif dibagi menjadi 3 pendekatan, yaitu (1) pendekatan teknikal, (2) pendekatan fundamental, dan (3) *market timing*. Pendekatan analisis *market timing* merupakan variasi dari pendekatan teknikal yang menekankan

analisis pada peristiwa tertentu (*turning point*) dan pola sistematis (*systematic pattern*) lainnya, misalnya indeks dana (*fund index*), di dalam pasar secara keseluruhan. Dalam pendekatan *market timing* variabel yang digunakan untuk memprediksi return pasar adalah didasarkan pada bukti-bukti korelasi tanpa berusaha mempelajari penyebabnya.

### **E.1. Pendekatan analisis teknikal**

Analisis teknikal merupakan suatu teknik analisis yang menggunakan data atau catatan mengenai pasar itu sendiri untuk berusaha mengakses permintaan dan penawaran suatu saham tertentu atau pasar secara keseluruhan. Pendekatan analisis ini menggunakan data pasar yang sudah dipublikasikan, seperti : harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham individu dan gabungan, serta faktor-faktor lain yang bersifat teknis. Karenanya pendekatan ini juga disebut pendekatan analisis pasar (*market analysis*) atau analisis internal (*internal analysis*)

Sasaran pendekatan analisis teknikal adalah ketepatan waktu dalam memprediksi pergerakan harga (*price movement*) jangka pendek suatu saham maupun suatu indikator pasar. Para analis teknikal lebih menekankan perhatian dalam perubahan harga daripada tingkat harga, karenanya analisis mereka lebih diusahakan untuk meramalkan trend perubahan harga tersebut. Ada beberapa teknik analisis yang dapat digunakan dalam pendekatan teknikal ini, antara lain adalah *dow theory*, *trend analysis*, *breadth of market analysis*, *relative strength analysis* dan *moving average analysis*.

Asumsi-asumsi yang mendasari analisis teknikal adalah :

1. Terdapat ketergantungan sistematis (*systematic dependencies*) di dalam *return* yang dapat dieksploitasikan ke *return abnormal*.
2. Pasar modal tidak efisien dan tidak semua informasi harga masa lalu diamati ketika mencoba menaksir distribusi *return* sekuritas.
3. Nilai suatu saham merupakan fungsi permintaan dan penawaran.

Beberapa kesimpulan yang dapat ditarik menyangkut pendekatan analisis teknikal adalah sebagai berikut :

1. Analisis teknikal didasarkan pada data pasar yang dipublikasikan.
2. Fokus analisis teknikal adalah ketepatan waktu. Penekanannya hanya pada perubahan harga.
3. Teknikal analisis berfokus pada faktor-faktor internal melalui analisis pergerakan di dalam pasar dan/atau suatu saham.
4. Para analisis teknikal cenderung untuk lebih berkonsentrasi pada jangka pendek. Teknik-teknik analisis teknikal dirancang untuk mendeteksi pergerakan harga dalam jangka waktu yang relatif pendek.

## **E.2. Pendekatan analisis fundamental**

Analisis didasarkan pada suatu anggapan bahwa saham memiliki nilai intrinsik tertentu (nilai yang seharusnya). Nilai intrinsik suatu saham ditentukan oleh faktor-faktor fundamental yang mempengaruhinya dan nilai instrinsik inilah yang diestimasi oleh para pemodal dan analisis saham. Nilai intrinsik merupakan suatu fungsi dari variabel-variabel perusahaan yang dikombinasikan untuk menghasilkan suatu *return* yang diharapkan dan suatu risiko yang padanya. Hasil estimasi nilai intrinsik kemudian dibandingkan dengan harga pasar yang sekarang (*current market price*). Harga pasar suatu saham merupakan refleksi

dari rata-rata nilai intrinsiknya. Pemodal yang sanggup melakukan analisis fundamental yang baik seharusnya mampu meraih return dengan bereaksi lebih cepat sebelum pasar merefleksikan informasi yang sesungguhnya.

Pada dasarnya penilaian saham melalui analisis fundamental dapat dibedakan menjadi dua metode, yaitu pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan pendekatan *price earning ratio* (PER).

### **E.2.1. Pendekatan present value**

Pendekatan nilai sekarang menganggap bahwa harga teoritis (intrinsik) saham merupakan total nilai sekarang dari seluruh aliran kas yang akan diterima selama periode pemilikan saham (*holding period*). Dalam pendekatan ini, nilai suatu saham diestimasi dengan cara mengkapitalisasi pendapatan, karenanya pendekatan ini disebut juga *capitalization income*. *Present value* (nilai sekarang) suatu saham adalah sama dengan nilai sekarang dari arus kas di masa yang akan datang yang pemodal harapkan diterima dari investasi saham tersebut. Dalam bentuk persamaan matematis, hal ini dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$V_{(\text{value})} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Cash Flow}_t}{(1+k)^t}$$

dalam hal ini :

- V (value) : harga teoritis saham pada periode ke 0. harga ini merupakan harga beli teoritis saham
- Cash Flow : aliran kas masuk pada periode ke t
- k : tingkat keuntungan yang diharapkan (*risk free rate of return + risk premium*)

Untuk menggunakan model present value, pemodal harus :

1. Mengestimasi suatu tingkat suku bunga (*discount rate*) atau suatu tingkat return yang disyaratkan (*required rate of return*).
2. Mengestimasi jumlah dan waktu (periode) arus kas di masa yang akan datang.
3. Menggunakan kedua komponen di atas di dalam suatu model *present value* untuk mengestimasi nilai intrinsik, kemudian membandingkannya dengan nilai pasar sekarang.

Dalam metode *present value*, dividen digunakan sebagai dasar model analisis. Asumsinya ialah bahwa hanya dividen yang dapat diterima secara langsung dari perusahaan sehingga dividen merupakan dasar penilaian terhadap saham biasa (*the foundation of evaluation for common stock*) (Charles P Jones

$$V = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

hal. 301). Dividen merupakan arus kas yang diharapkan dapat diterima setiap tahun di masa-masa mendatang. Karenanya, model ini disebut *divident discount model* (DDM), formulanya dapat dirumuskan sebagai berikut :

dalam hal ini :

- $D_1, D_2, \dots, D$  : dividen yang diharapkan diterima pada setiap periode mendatang;  
 $k$  : tingkat diskonto

DDM kemudian dikembangkan oleh beberapa pakar menjadi 3 model, yaitu (1) model tanpa pertumbuhan (*zero-growth model*), (2) model pertumbuhan konstan (*constant-growth model*), dan (3) model pertumbuhan berganda (*multiple-growth model*).

Penjelasan singkat dari ketiga model tersebut diuraikan berikut ini.

1. Model tanpa pertumbuhan. Model ini bertolak dari kebijakan dividen yang stabil (*stable dividend*) dimana dividen yang dibayarkan adalah konstan dari periode ke periode. Model ini dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$V = \frac{D_0}{k}$$

dalam hal ini :

- $D_0$  : jumlah (tetap) dividen yang diharapkan yang diterima setiap periode di masa mendatang ;
- $k$  : tingkat return yang diharapkan

2. Model pertumbuhan konstan. Model ini didasarkan pada suatu harapan bahwa dividen akan tumbuh dengan tingkat

$$V = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty}$$

pertumbuhan yang konstan dari periode ke periode. Model ini diformulasikan sebagai berikut :

Formula tersebut disederhanakan menjadi :

dalam hal ini :

$$V = \frac{D_1}{k - g}$$

- $D_1 = D_0(1+g)$  : dividen yang diharapkan diterima pada tahun 1
- $k$  : tingkat return yang diharapkan
- $g$  : tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan.

3. Model pertumbuhan berganda. Model ini menggunakan 2 atau lebih tingkat pertumbuhan dividen. Model yang populer dalam model ini adalah model dua periode. Model ini diformulasikan sebagai berikut :

dalam hal ini :

- Vo : nilai intrinsik saham saat ini
- Do : dividen yang diterima sekarang
- g<sub>i</sub> : tingkat pertumbuhan dividen yang super atau sub normal
- g<sub>c</sub> : tingkat pertumbuhan dividen yang konstan
- k : tingkat return yang diharapkan
- n : jumlah periode pertumbuhan super atau sub normal
- D<sub>n</sub> : dividen pada akhir periode tingkat pertumbuhan abnormal.

*Dividend Discount Model* (DDM) sensitif terhadap taksiran-taksiran atas variabel yang digunakan di dalamnya. Dengan DDM, pemodal akan menghitung perbedaan harga untuk saham yang sama dengan menggunakan model yang sama pula. Model ini secara implisit, selain menaksir nilai intrinsik, juga menentukan harga terminal suatu saham. Keputusan pemodal dan analisis akan ditentukan dari perbandingan nilai intrinsik, yang diperoleh dengan mendiskontokan dividen, dengan harga pasar sekarang (*current market price*) suatu saham. Kemungkinan keputusan tersebut dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Jika nilai intrinsik lebih besar dari harga pasar sekarang, aktiva atau saham dinyatakan *undervalued* dan seharusnya dibeli atau ditahan kalau sudah dimiliki.
2. Jika nilai intrinsik lebih kecil dari harga pasar sekarang, aktiva atau saham dinyatakan *overvalued* dan seharusnya dihindari membeli atau menjual atau menahan tetapi dalam waktu sesingkat mungkin.

3. Jika nilai intrinsik sama dengan harga pasar sekarang, aktiva atau saham tersebut dinilai secara benar (*correctly valued*).

### E.2.2. Pendekatan Price Earning Ratio

Pendekatan *Price Earning Ratio* merupakan model analisis fundamental yang paling banyak digunakan oleh para pemodal dan analisis sekuritas karena lebih praktis. Model pendekatan ini didasarkan pada identitas harga sekarang (*current price*) suatu saham yang merupakan hasil dari laba per lembar saham sesungguhnya (*actual earning per share = EPS*) dan *price earning ratio* (P/E ratio). P/E ratio dihitung dengan cara membagi *current price* dengan *actual EPS*. Untuk mengimplementasikan P/E ratio ini, pemodal/analisis harus mengestimasi EPS dan P/E ratio untuk periode berikutnya. Model ini lebih menekankan pada kondisi yang ada saat ini sehingga agak mengabaikan ketidak-pastian masa-masa akan datang, padahal setiap model penilaian saham seharusnya mempertimbangkan ketidak-pastian masa akan datang sebab hal ini merupakan faktor potensial adanya risiko. Model ini dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$VE = \text{Estimated earnings} + \text{justified P/E ratio}$$

dalam hal ini :

$V_E$	:	estimated value
Estimated earnings	:	estimated eps
P/E	:	perbandingan antara harga saham pasar suatu saat tertentu dengan laba per lembar saham (eps) pada suatu periode tertentu.

### **E.3. Pendekatan lain.**

Selain kedua pendekatan yang telah disebutkan di atas, ada 2 pendekatan lainnya yang dapat digunakan dalam analisis fundamental, yaitu : *Price to book value* dan *price sales ratio*. *Price to book value* adalah rasio perbandingan antara harga saham dengan nilai buku kekayaan pemegang saham yang didasarkan pada neraca. Teknik penilaian ini lebih banyak digunakan untuk perusahaan yang bergerak dibidang keuangan. *Price to sales ratio* dihitung sebagai suatu rasio antara nilai pasar saham (harga pasar x jumlah lembar saham) dengan penjualan perusahaan.

Terlepas dari pendekatan fundamental mana yang digunakan bila seorang pemodal atau analis ingin menggunakan pendekatan analisis fundamental secara cermat, maka dia memerlukan suatu kerangka kerja (*frame work*). Kerangka kerja tersebut berupa tahapan analisis yang harus dilakukan secara sistematis terhadap beberapa faktor sebelum menganalisis saham itu sendiri. Tahapan-tahapan tersebut adalah sebagai berikut :

1. Analisis perekonomian dan pasar. Analisis perekonomian dan pasar (*economy and market analysis*) sangat penting bagi pemodal dan analisa untuk mengakses perekonomian dan beberapa variabel penting yang mungkin berpengaruh terhadap harga saham. Beberapa variabel penting, seperti kebijakan moneter dan fiskal, tingkat bunga umum, tingkat dan laju inflasi, bahkan mungkin faktor politik, merupakan faktor yang perlu diamati. Aktivitas perekonomian akan mempunyai dampak yang besar terhadap harga saham secara keseluruhan. Lingkungan perekonomian yang sehat akan mendorong pertumbuhan pasar modal menjadi pasar yang efisien. Selanjutnya, pasar modal

yang efisien akan menghasilkan harga saham yang wajar dan realistik. Hal ini akan menciptakan suasana perdagangan yang sehat di pasar modal sehingga para pemodal dapat melakukan analisis secara akurat dan membuat keputusan yang tepat.

2. Analisis industri. Bila seorang pemodal selesai menganalisis perekonomian dan pasar, dia dapat memutuskan apakah sudah tepat waktunya untuk melakukan investasi dalam saham atau belum. Bila waktunya sudah dianggap tepat, maka pemodal harus melakukan lagi analisis industri apa yang paling cocok untuk diinvestasi. Untuk keperluan itu, pemodal atau analisis harus mengamati beberapa faktor, antara lain indeks laba atau laba rata-rata industri tertentu, persaingan dan lain-lain. Faktor-faktor industri penting bagi pemodal sebab faktor-faktor tersebut berpengaruh terhadap return saham.
3. Analisis perusahaan. Analisis perusahaan (*company analysis*) adalah sangat penting dan harus mendapat perhatian ekstra dari pemodal karena informasi dari dalam perusahaan yang menggambarkan *performance* perusahaan yang bersangkutan. Beberapa faktor yang perlu mendapat perhatian untuk dianalisis seperti laba perusahaan, laba per lembar saham, dividen per lembar saham, likuiditas, solvabilitas, rentabilitas, struktur modal, dan lain-lain yang bersifat interen. Namun, pemodal dan analis lebih tertarik pada 2 faktor yaitu EPS dan DPS. Kedua faktor tersebut mempunyai hubungan yang sangat kuat dengan harga saham. Dividen merupakan bagian dari laba perusahaan yang akan dibagikan untuk pemegang saham, yang jumlahnya dapat ditaksir dari besarnya EPS. EPS dan DPS merupakan 2 unsur kunci dalam analisis fundamental suatu saham biasa dan paling banyak diteliti dalam implikasi hipotesis pasar efisien.

Karena itu, dalam analisis perusahaan, perhatian yang lebih besar seharusnya diberikan untuk mengamati hubungan antara EPS dan DPS serta hubungan antara keduanya dengan variabel-variabel lain. Selain itu, pemodal dan analis juga perlu membuat peramalan (*forecasting*) terhadap EPS dan DPS.

## **F. Manajemen Portofolio**

Portofolio diartikan sebagai serangkaian atau kombinasi aktiva yang diinvestasi dan pegang oleh seorang pemodal, baik perorangan maupun lembaga. Kombinasi aktiva tersebut bisa berupa aktiva riil, aktiva finansial atau keduanya. Namun, dalam penelitian ini, pengertian portofolio dibatasi pada aktiva finansil, khususnya saham.

Seorang pemodal yang menginvestasikan dananya di pasar modal biasanya tidak hanya memilih satu sekuritas atau saham saja. Alasannya adalah sederhana, yaitu dengan melakukan kombinasi sekuritas atau saham, pemodal berharap bisa meraih return optimal dan sekaligus memperkecil risiko melalui diversifikasi. Return suatu portofolio merupakan rata-rata tertimbang (*weighed average*) dari return seluruh aktiva atau saham yang ada dalam portofolio tersebut.

Dalam konteks portofolio pasar, risiko investasi (risiko total) terdiri dari 2 komponen, yaitu risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dan risiko sistematis (*systematic risk*). Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang terkait dengan suatu saham tertentu dan umumnya dapat dihindari (*avoidable*) atau diperkecil melalui diversifikasi (*diversifiable*), sedangkan risiko sistematis merupakan risiko pasar yang bersifat umum dan berlaku bagi semua sekuritas dalam pasar modal bersangkutan. Risiko ini tidak dapat dihindari oleh pemodal melalui diversifikasi. Karenanya, risiko yang

dipertimbangkan dalam keputusan investasi saham hanya risiko sistematis yang diukur dengan beta ( $\beta$ ) suatu saham. Beta digambarkan sebagai derajat kemiringan (slope) garis karakteristik (*characteristic line*) yang menunjukkan sensitifitas *abnormal return (excess)* return suatu sekuritas dengan *excess return* portofolio pasar (James Van Horne 1989, hal 64).

### BAB 3

## GAMBARAN UMUM PASAR MODAL INDONESIA

### A. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Pasar modal di Indonesia bermula pada jaman pemerintahan kolonial Belanda. Untuk memenuhi kebutuhan dana dalam membangun perkebunan, para pengusaha Belanda mendirikan *Verreniging Voor de Effecten Handel* pada tanggal 14 Desember 1912 di Batavia. Efek yang diperjualbelikan adalah saham dan obligasi perusahaan/perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia. Pada tanggal 11 Januari 1925 didirikan Bursa Efek di Surabaya. Kemudian pada tanggal 1 Agustus 1925 didirikan Bursa Efek di Semarang. Pecahnya perang dunia II mengakibatkan terhentinya kegiatan bursa efek-bursa efek tersebut.

Pada tahun 1950, pemerintah Indonesia menerbitkan obligasi pemerintah Republik Indonesia. Dengan peraturan pasar modal yang digariskan dalam Undang-undang Darurat No. 13 tahun 1951 yang akhirnya ditetapkan menjadi Undang-undang Pasar Modal No. 15 tahun 1952, bursa efek diaktifkan kembali di Jakarta. Sebagai lembaga pengelola bursa efek di Jakarta pada waktu itu adalah Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE). Efek yang diperdagangkan

adalah efek yang dikeluarkan sebelum perang dunia kedua. Pemerintah kemudian juga mengeluarkan obligasi Bank Industri Negara berturut-turut pada tahun 1954, 1955, dan 1956.

Sejak tahun 1958, bursa efek menjadi lesu karena banyak warga Belanda meninggalkan Indonesia. Lesunya bursa juga dikarenakan adanya nasionalisasi perusahaan-perusahaan Belanda dan adanya larangan untuk memperdagangkan efek yang diterbitkan oleh perusahaan Belanda.

Pada tahun-tahun berikutnya, perekonomian Indonesia makin memburuk karena inflasi yang makin meningkat, bahkan pada tahun 1966 inflasi di Indonesia mencapai 650%. Tingginya inflasi mengurangi kepercayaan masyarakat terhadap pasar uang dan modal. Keadaan-keadaan tersebut menyebabkan bursa efek dibekukan kembali.

Pemulihan kondisi perekonomian pada masa orde baru, mendorong pemerintah untuk membentuk Pasar Modal. Dengan Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia (waktu itu BNI Unit I) No. 4/16 Kep. Dir. Dalam rangka mengaktifkan kembali pasar modal di Indonesia, pada tahun 1968 dibentuk tim Persiapan Pasar Uang dan Modal (PPUM) tanggal 26 Juli 1968 dibentuk tim Persiapan Pasar Uang dan Modal (tim Persiapan PUM). Tugas tim persiapan PUM adalah mengumpulkan data dan memberikan usulan kepada Gubernur Bank Sentral untuk

mengembangkan pasar uang dan modal di Indonesia. Setelah tim Persiapan PUM melaksanakan tugasnya, tim Persiapan PUM dibubarkan.

Kemudian, dengan surat keputusan Menteri Keuangan No. Kep-02/MK/VI/1/1970 dibentuk Tim Persiapan Pasar Uang dan Modal (PPUM) yang diketuai oleh Gubernur Bank Sentral. Tugas tim PPUM adalah membantu menteri keuangan mempersiapkan pelaksanaan pengembangan PPUM dan mengaktifkan kembali bursa efek-efek. Tim PPUM juga dijadikan penasehat untuk hal-hal yang berhubungan dengan bursa.

Setelah tugas yang diserahkan kepada tim PPUM selesai dilaksanakan, dengan SK Menteri Keuangan Nomor Kep-25/MK/IV/1/1972 tanggal 13 Januari 1972, tim PPUM dibubarkan dan dibentuk Badan Pembina Pasar Uang dan Modal. Badan Pembina Pasar Uang dan Modal bertugas membantu Menteri Keuangan dalam membina pasar uang dan modal, dalam mempersiapkan pembentukan lembaga pasar uang dan modal, serta dalam mengawasi aktivitas bursa efek-bursa efek.

Pada tahun 1976 dengan Keputusan Presiden No. 52 tahun 1976 ditetapkan tentang pendirian pasar modal. Sebagai

pengelola pasar modal dibentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam), yang berfungsi :

1. Mengadakan penilaian terhadap perusahaan yang akan menjual sahamnya melalui pasar modal.
2. Menyelenggarakan bursa efek dengan efektif dan efisien.
3. Mengawasi perkembangan perusahaan yang go public

Selain itu, dengan Peraturan Pemerintah No. 25 tahun 1976 ditetapkan pembentukan PT Danareksa, yang berfungsi :

1. mempercepat pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan-perusahaan menuju pemerataan pendapatan dengan membeli saham perusahaan-perusahaan melalui pasar modal dan memecahnya dalam pecahan kecil (sertifikat saham) sehingga dapat terjangkau oleh masyarakat luas.
2. meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dana.

PT Danareksa dapat membeli sebanyak-banyaknya 50% dari jumlah emisi. Selain itu PT Danareksa mengemban tugas sebagai stabilisator harga di bursa efek dan protektor bagi investor kecil. PT Danareksa bertindak sebagai penjamin emisi dan *trustee* bagi investor kecil, melalui penjualan unit trust atau mutual fund dari saham yang terdaftar di BEJ.

Setelah Bapepam dan PT Danareksa dibentuk, pasar modal Indonesia diresmikan pada tanggal 10 Agustus 1977. Pada saat itu PT Semen Cibinong merupakan perusahaan pertama yang *go public* dan sertifikat danareksa perusahaan tersebut mulai dijual kepada masyarakat.

Pasar modal yang dibentuk oleh pemerintah ini mempunyai tujuan yang berbeda dengan negara lain. Tujuan dari pasar modal Indonesia adalah :

- a. mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan-perusahaan swasta melalui pasar modal menuju pemerataan pendapatan.
- b. Meningkatkan penghimpunan dana masyarakat untuk digunakan secara produktif dalam pembiayaan pembangunan nasional.

Dalam perkembangannya, pasar modal Indonesia tidak dapat dilepaskan dari berbagai pengaruh intervensi pemerintah melalui Bapepam dan PT Danareksa. Keadaan ini merupakan titik awal dari pasar modal yang ada di Indonesia saat ini. Pasar modal yang dibentuk ternyata tidak dapat berkembang sebagaimana yang diharapkan pemerintah. Perusahaan yang *go public* sejak tahun 1977 sampai dengan tahun 1987 hanya 24 buah. Investasi pada deposito dan tabungan merupakan alternatif yang lebih menarik dibandingkan investasi dalam

saham dan obligasi. Untuk mengatasi hal ini, pemerintah berupaya membenahi pasar modal dengan deregulasi bidang keuangan dan moneter, diantaranya dengan mengeluarkan pakdes 1987, pakto 1988 dan pakdes 1988.

Dengan Paket Desember 1987 dilakukan penyederhanaan prosedur dan persyaratan emisi efek. Calon emiten tidak diharuskan lagi mempunyai laba minimal 10% dari ekuitas. Untuk *go public*, calon emiten hanya disyaratkan untuk memiliki laba selama 2 tahun terakhir. Paket kebijaksanaan ini juga mengizinkan investor asing untuk menguasai saham dalam suatu perusahaan sampai 49% dari saham yang tercatat di bursa. Melalui paket ini juga diperkenalkan bursa paralel dengan syarat emisi yang lebih lunak untuk membantu perusahaan golongan menengah atau kecil untuk mendapatkan dana melalui pasar modal. Dengan kebijakan ini diharapkan pembentukan harga saham akan lebih tergantung pada kekuatan pasar di bursa.

Paket kebijaksanaan 27 Oktober 1988 (Pakto 1988) ditujukan untuk menciptakan keadaan yang lebih seimbang antara pasar modal dan pasar uang, dengan Peraturan Pemerintah No. 13/1988 tanggal 26 Oktober 1988 ditetapkan pengenaan pajak penghasilan sebesar 15% terhadap bunga deposito berjangka, sertifikat deposito dan tabungan. Pakto ini

juga ditujukan untuk mendorong supaya perusahaan-perusahaan mencari dana melalui pasar modal dengan ditetapkannya *legal lending limit* yang membatasi pemberian kredit oleh suatu bank kepada perusahaan yang satu kelompok dengan bank tersebut.

Melalui Paket Desember 1988, semua saham dari suatu perusahaan yang telah disetor, diijinkan untuk dicatatkan pada bursa (*company listing*). Paket ini membuka kesempatan kepada pihak swasta untuk mendirikan bursa. Selain itu hak prioritas pembelian efek di pasar perdana dikurangi.

Usaha lain untuk membenahi pasar modal adalah dengan pemantapan fungsi BAPEPAM. Dengan Keputusan Presiden No. 60/1988 tanggal 20 Desember 1988 tentang Pasar Modal, dinyatakan bahwa tugas BAPEPAM meliputi penyelenggaraan pasar modal, penilaian perusahaan yang akan menjual efek, mengikuti perkembangan pasar modal dan pembinaan serta pengawasan lembaga-lembaga pasar modal. Melalui Keppres No. 53/1990, status BAPEPAM diubah dari sebagai pelaksana menjadi pengawas pasar modal. Tugas BAPEPAM sekarang adalah :

- a. Membuat peraturan pasar modal yang mendukung perdagangan efek yang wajar, teratur dan efisien, serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat umum.

- b. Pembinaan dan pengawasan terhadap bursa efek dan Lembaga Kliring Penyelesaian dan Penyimpanan (LKPP), reksa dana, perusahaan efek, lembaga penunjang pasar modal dan profesi penunjang pasar modal.
- c. Sebagai lembaga banding untuk pihak-pihak yang dikenai sanksi oleh bursa efek atau LKPP
- d. Memberikan pendapat kepada menteri keuangan mengenai pasar modal.

Sesuai dengan Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1252/KMK.013/1988 tanggal 20 Desember 1988 tentang Tata Cara Pendirian Bursa Efek, bursa efek dapat diselenggarakan oleh pemerintah maupun swasta. Namun untuk mendukung efisiensi pasar modal, dengan keputusan Presiden Republik Indonesia No. 53/1990, ditetapkan bahwa bursa efek diselenggarakan oleh perusahaan swasta yang berbentuk perseroan terbatas. Pada tanggal 4 Desember 1991 didirikan PT Bursa Efek Jakarta untuk menggantikan peranan Badan Pelaksana Pasar Modal. PT Bursa Efek Jakarta berdiri dengan pengesahan dari Menteri Kehakiman melalui Keputusan Nomor C2-8146.HT.01.01.TH.91 tanggal 26 Desember 1991 dan izin usaha dari Menteri Keuangan dengan Keputusan Menteri Keuangan Nomor 323./KMK.010/1992 tanggal 18 Maret 1992.

Bursa efek diberi kewenangan untuk membuat peraturan sendiri (*self regulatory body*). PT Bursa Efek Jakarta resmi beroperasi mulai tanggal 16 April 1992. PT Bursa Efek Jakarta di bawah pengawasan langsung dari BAPEPAM.

Perkembangan pasar modal di Indonesia selanjutnya pada tanggal 22 Mei 1995 sistem perdagangan otomatisasi (*Jakarta Automated Trading System*) mulai dioperasikan di Bursa Efek Jakarta. Meskipun demikian, sesungguhnya tonggak baru sejarah perkembangan BEJ adalah tanggal 3 Oktober 1995, saat Presiden Republik Indonesia meresmikan JATS. Empat bulan sebelumnya masih dihitung sebagai masa pembiasaan. Otomatisasi ini mensejajarkan BEJ dengan bursa dunia. Semenjak JATS diterapkan, terjadi peningkatan yang cukup berarti dalam frekuensi dan volume perdagangan. Jika dalam sistem manual, rata-rata volume perdagangan saham harian adalah 14,8 juta saham dengan nilai rata-rata Rp 46 miliar dan frekuensi transaksi rata-rata 1.606 kali. Maka sejak tanggal 22 Mei 1995 hingga akhir Agustus 1995, rata-rata Volume perdagangan saham harian meningkat menjadi 18 juta saham dengan nilai rata-rata Rp 58 miliar dan frekuensi transaksi rata-rata 2.268 kali.

Secara ringkas adanya berbagai peraturan, deregulasi sektor moneter dan perbankan, serta swastanisasi bursa efek dapat dilihat pada Tabel 3.2.

Tabel 3.2 Perkembangan Jumlah Emiten, Perdagangan Saham dan Indeks Harga Saham Gabungan Tahunan Periode 1977 – 1997.

Tahun	Jumlah Emiten	Nilai kapitalisasi (Rp. Miliar)	Total Nilai Perdagangan (Rp. juta)	IHSG*
1977	1	2,73	153,1	98,000
1978	1	4,05	218,5	114,990
1979	3	23,93	1.333,5	110,030
1980	6	41,04	5.733,8	103,540

Tabel 4.3 (lanjutan)

1981	8	48,60	7.650,2	100,260
1982	14	99,26	12.624,8	95,000
1983	23	102,66	10.104,4	85,620
1984	24	91,06	2.139,4	67,680
1985	24	89,33	3.206,4	66,530
1986	24	94,23	1.815,9	69,690
1987	24	112,08	5.184,0	82,580
1988	24	481,56	30.591,6	305,120
1989	57	4.358,50	964,272,2	399,690
1990	123	12.440,15	7.311,288,7	417,790
1991	139	16.438,00	5.778,248,7	247,390
1992	153	24.839,45	7.953,299,5	274,335
1993	172	69.300	19.086,240	546,688
1994	217	103.835	25.482,800	637,432
1995	238	152.246	32.257,500	513,847
1996	253	215.026	75.729,890	469,640
1997*	276	203.696	93.646,670	588,765

\*) Berdasarkan kurs pada akhir periode

\*\*) sampai dengan September 1997

Sumber : 1996 Fact Book Jakarta Stock Exchange Sigma Research Institute

## **B. Pihak-pihak yang terkait dalam pasar modal Indonesia**

Pihak-pihak yang terkait dalam pasar modal Indonesia menurut Keputusan Presiden No.53/1990, yang diperjelas dengan SK Menteri Keuangan Nomor 1548/KMK.013/1990 dan 1199/KMK.010/1991, yaitu :

1. Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Bapepam merupakan Wakil pemerintah di pasar modal yang mempunyai tugas :
  - a. mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal sehingga efek dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat umum.
  - b. melakukan pembinaan dan pengawasan terhadap lembaga-lembaga dan profesi-profesi penunjang yang terkait dalam pasar modal;
  - c. memberikan pendapat kepada Menteri Keuangan mengenai pasar modal.

### 2. Bursa Efek.

Bursa Efek merupakan suatu tempat pertemuan (termasuk suatu sistem elektronik tanpa tempat pertemuan) yang diorganisasikan dan digunakan untuk menyelenggarakan pertemuan penawaran dan permintaan jual beli atau perdagangan efek.

3. Lembaga Kliring Penyelesaian dan Penyimpanan.

LKPP (Lembaga Kliring Penyelesaian dan Penyimpanan) merupakan lembaga yang menyelenggarakan kliring dan penyelesaian transaksi yang terjadi di bursa efek. LKPP juga menyelenggarakan penyimpanan dan penitipan untuk kepentingan pihak lain.

4. Perusahaan efek. Perusahaan efek adalah perusahaan yang kegiatan utamanya jual beli efek perusahaan publik, baik dipasar perdana maupun di bursa efek. Perusahaan efek di pasar modal Indonesia meliputi :

a. Penjamin Emisi Efek

Bertugas membantu perusahaan yang akan *go public* untuk memasyarakatkan sahamnya.

b. Perantara Pedagang Efek

Melakukan jual beli efek di pasar perdana maupun pasar sekunder, berperan mempertemukan penjual dan pembeli efek. Pialang merupakan wakil dari perantara pedagang efek. Investor dapat melakukan jual beli di bursa hanya melalui pialang.

c. Manajer Investasi

Mengelola portofolio efek untuk para nasabahnya, membelanjakan dana dari investor ke dalam berbagai jenis saham dan obligasi.

d. Penasehat Investasi (Konsultan Efek)

Memberikan nasehat investasi, menganalisis pasar saham serta membuat laporan atas kinerja efek yang diperdagangkan di bursa

5. Perusahaan Reksa Dana

Perusahaan yang berperan untuk membeli saham dari perusahaan publik dan mengeluarkan sertifikat saham yang dijamin dengan saham-saham perusahaan publik tersebut. Sertifikat saham dari perusahaan reksa dana ini diperjualbelikan di bursa efek. Dalam hal ini, reksa dana berperan seperti PT Danareksa.

6. Lembaga Penunjang Pasar Modal

Lembaga penunjang pasar modal di Indonesia meliputi :

a. Wali amanat

Pihak yang dipercayakan untuk mewakili kepentingan pemegang obligasi atau sekuritas kredit.

b. Penanggung

Pihak yang menanggung pembayaran kembali kepada para pemegang obligasi (kreditur) untuk membayar pokok pinjaman dan bunga obligasi apabila emiten tidak memenuhi kewajibannya atau cidera janji

c. Biro Administrasi Efek

Pengelola administrasi efek seperti pendaftaran efek, pencatatan efek dan pencetakan sertifikat saham.

d. Penyimpan (Kustodian)

Tempat penitipan harga tanpa memiliki hak kepemilikan atas harta tersebut

7. Profesi Penunjang Pasar Modal

Sedangkan profesi penunjang pasar modal meliputi :

a. Akuntan Negara/Akuntan Publik

Pihak yang bertanggung jawab terhadap kewajaran laporan keuangan perusahaan emiten.

b. Penasehat Hukum

Berperan untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*) mengenai keberadaan perusahaan emiten.

c. Notaris

Pihak yang berperan dalam pembuatan perjanjian dalam emisi efek.

d. Perusahaan Penilai

Bertugas untuk menentukan nilai wajar suatu aktiva

8. Perusahaan Publik

Perusahaan publik adalah perusahaan yang berbentuk hukum Perseroan Terbatas dengan modal disetor sekurang-kurangnya 2 miliar rupiah, dengan pemilikan saham paling tidak dimiliki oleh 100 pemegang saham.

Jadi perusahaan publik dapat berupa perusahaan yang *go public* atau yang belum *go public* tetapi memenuhi kriteria di atas. Emiten adalah perusahaan publik yang menjual saham dan atau obligasi kepada masyarakat.

#### 9. Investor

Investor adalah perorangan maupun badan hukum yang menginvestasikan dananya dalam berbagai proyek fisik dan atau non fisik. Investor di pasar modal adalah perorangan maupun badan hukum yang menginvestasikan dananya dalam surat berharga.

### **C. Instrumen Pasar modal**

Pasar modal memperjualbelikan efek. Efek merupakan surat-surat berharga jangka panjang. Efek di Indonesia meliputi setiap surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti hutang, *right*, *warrant*, opsi, tiap derivatif dari efek atau tiap instrumen yang ditetapkan oleh Bapepam sebagai efek.

Efek yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta adalah saham, obligasi dan *right*. *Right* adalah hak kepada pemilik saham lama untuk membeli terlebih dahulu jumlah saham yang proporsional dengan menjadi haknya pada harga yang telah ditetapkan selama periode tertentu dalam jangka pendek.

#### **1. Saham**

Beberapa jenis saham yang dikenal di Indonesia adalah :

- a. Saham biasa adalah saham yang yang tidak memperoleh hak istimewa. Pemegang saham biasa mempunyai hak

untuk memperoleh deviden sepanjang perusahaan memperoleh keuntungan dan mempunyai hak suara pada Rapat Umum Pemegang Saham.

- b. Saham bonus adalah penerbitan saham oleh perusahaan dengan pengurangan laba ditahan.
- c. Saham pegawai merupakan kebijakan yang ditempuh perusahaan-perusahaan besar di luar negeri yang memberikan kesempatan kepada para pegawainya untuk memiliki saham perusahaan.
- d. Saham pendiri merupakan penghargaan dalam bentuk saham yang diberikan oleh perusahaan kepada pihak-pihak yang telah berjasa dalam perusahaan.
- e. Saham preferen adalah saham yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk mendapatkan deviden dalam jumlah tertentu dan atau bagian kekayaan pada saat likuidasi lebih dahulu dibandingkan pemegang saham biasa.
- f. Saham preferen kumulatif adalah saham preferen yang memberikan hak kepada pemegang sahamnya untuk mendapatkan deviden yang belum dibayarkan pada tahun-tahun lalu secara kumulatif.

g. Saham preferen partisipasi adalah saham preferen yang berhak atas pembagian deviden lebih dari jumlah tertentu untuk saham preferen.

## **2. Obligasi**

Volume transaksi obligasi di pasar modal Indonesia sangat sedikit, jauh lebih kecil dibandingkan volume transaksi saham. Hal ini dapat dimaklumi mengingat jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi masih sedikit (dibandingkan jumlah perusahaan yang menerbitkan saham). Selain itu, dana masyarakat yang diinvestasikan dalam obligasi juga masih sangat sedikit jika dibandingkan dengan jumlah dana masyarakat yang terserap dalam saham.

Jenis obligasi yang dikenal di pasar modal Indonesia adalah :

### *a. Fixed Interest Rate*

Obligasi yang memberikan bunga yang tetap jumlahnya kepada pemiliknya. Tingkat bunga tidak berfluktuasi.

### *b. Floating/Variable Interest Rate*

Obligasi yang memberikan bunga yang jumlahnya tidak tetap kepada pemiliknya, tingkat bunga berfluktuasi sesuai dengan tingkat bunga pasar.

### *c. Convertible Bonds*

Obligasi yang memberikan kesempatan kepada pemilikinya untuk mengkonversikan obligasi tersebut menjadi saham (pada umumnya diterbitkan oleh perusahaan swasta).

#### **D. Pencatatan Efek di Bursa Efek Jakarta**

Sembilan puluh hari setelah masa penawaran umum dimulai atau tiga puluh hari setelah masa penawaran umum berakhir, emiten harus mencatatkan sekuritas yang diemisinya ke bursa efek sesuai dengan yang dicantumkan didalam prospektus sewaktu penawaran umum. Dalam surat keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. 01/BEJ/1992 diatur mengenai persyaratan pencatatan efek di Bursa Efek Jakarta.

Berikut ini disebutkan persyaratan pencatatan saham sesuai dengan keputusan tersebut :

- a. Untuk mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta, emiten wajib memenuhi ketentuan sebagai berikut :
  1. Pernyataan pendaftarannya, baik dalam rangka penawaran umum maupun sebagai perusahaan publik, telah dinyatakan efektif oleh Bapepam;
  2. Laporan keuangan perusahaan yang telah diperiksa oleh akuntan yang terdaftar di Bapepam dengan pendapat wajar tanpa syarat untuk tahun buku terakhir;

3. Saham yang akan dicatatkan sekurang-kurangnya berjumlah 1.000.000 (satu juta) saham.
4. Jumlah pemegang saham minimal 200 pemodal (1 pemodal memiliki paling sedikit 500 saham);
5. Wajib mencatatkan seluruh saham yang telah ditempatkan dan disetor penuh (*company listing*), sepanjang tidak bertentangan dengan ketentuan pemilikan asing (maksimal 49% dari jumlah saham yang dicatatkan di bursa);
6. Telah berdiri dan beroperasi sekurang-kurangnya 3 tahun.  
Pengertian berdiri adalah : telah berdiri pada suatu tahun buku apabila anggaran dasarnya telah memperoleh pengesahan dari Departemen Kehakiman.  
Pengertian beroperasi adalah : perusahaan dianggap telah beroperasi apabila memenuhi salah satu dari kriteria berikut :
  - telah memperoleh ijin/persetujuan tetap dari BKPM
  - telah memperoleh ijin operasional dari Departemen Teknis
  - secara akuntansi telah mencatat laba/rugi operasional
  - secara ekonomis telah memperoleh pendapatan/biaya yang berhubungan dengan operasi pokok
7. Dalam dua tahun buku terakhir memperoleh laba bersih dan operasional;

8. Memiliki minimal kekayaan (aktiva) Rp 20 milyar, modal sendiri Rp 7,5 milyar dan modal disetor Rp 2 milyar;
  9. Kapitalisasi bagi perusahaan yang telah melakukan penawaran umum sekurang-kurangnya Rp 4 milyar;
  10. Anggota Direksi dan Komisaris memiliki reputasi yang baik
- b. Persyaratan sebagaimana dimaksud pada angka 1 di atas tidak berlaku bagi saham yang dicatatkan atas permintaan Menteri Keuangan.

## BAB 4

### **ANALISIS PENGARUH PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN TAHUNAN TERHADAP HARGA DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM DI BEJ TAHUN 1996-1997**

Bab ini terbagi dalam dua bagian, yaitu : (1) metodologi penelitian dan (2) analisis hasil penelitian. Metodologi penelitian terdiri dari : pengumpulan data dan pengolahan data, serta pengujian hipotesis. Dalam analisis hasil penelitian diuraikan mengenai hasil dari analisis pengujian hipotesis secara menyeluruh.

#### **A. Metodologi Penelitian**

Seperti telah diuraikan pada Bab I, rumusan masalah penelitian adalah sebagai berikut : apakah laporan keuangan tahunan mempunyai kandungan informasi ? Dengan kata lain apakah informasi akuntansi yang diterbitkan mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham ? Jika terbukti terdapat perubahan harga dan volume perdagangan di atas normal maka dapat dikatakan bahwa laporan keuangan masih mempunyai nilai informasi bagi investor dan dimanfaatkan oleh investor.

Sedangkan tujuan dari penelitian ini adalah informasi laporan keuangan tahunan bermanfaat dan mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga dan volume perdagangan saham di pasar modal. Dengan melakukan pengamatan perubahan harga saham dan volume perdagangan di sekitar waktu diterbitkannya laporan keuangan tahunan, penelitian ini juga bertujuan untuk membuktikan efisiensi Bursa Efek Jakarta dalam menyerap informasi akuntansi yang masuk dalam pasar.

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah :

**H<sub>11</sub>:** Publikasi laporan keuangan tahunan tidak berpengaruh terhadap harga saham

**H<sub>12</sub>:** Publikasi laporan keuangan tahunan tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan saham

Beberapa batasan dan asumsi yang perlu diperhatikan adalah sebagai berikut :

1. Penulis dalam mengamati reaksi pasar modal dalam perubahan harga saham dan volume transaksi perdagangan saham biasa. Dipilih saham biasa karena saham biasa yang paling aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.
2. Pengertian publikasi laporan keuangan tahunan adalah publikasi laporan keuangan tahunan auditan dari suatu perusahaan melalui surat kabar yang peredarannya bersifat nasional.
3. Tanggal publikasi laporan keuangan tahunan antar perusahaan sangat bervariasi. Analisis dalam penelitian ini didasarkan pada asumsi bahwa perbedaan tanggal publikasi laporan keuangan tahunan tidak mengganggu analisis. Hal ini dikarenakan perlunya mengamati perubahan harga saham dan volume perdagangan di seputar tanggal publikasi laporan keuangan tahunan dalam waktu sependek mungkin setelah tanggal publikasi.
4. Reaksi pasar yang diamati dalam penelitian ini adalah reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan tahunan untuk tahun 1996.

### **A.1. Pengumpulan data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham harian, indeks harga saham gabungan harian, tanggal publikasi/pengumuman laporan keuangan tahunan di surat kabar, dan daftar kurs efek. Data tersebut dikumpulkan untuk 38 saham yang terpilih sebagai sampel. Data harga saham harian, indeks harga saham, dan volume perdagangan saham harian yang diperoleh melalui akses internet pada website BEJ [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id). Tanggal publikasi/pengumuman laporan keuangan tahunan perusahaan sampel diperoleh dengan dokumentasi langsung dari arsip-arsip di BEJ dan BAPEPAM.

## **A.2. Pengolahan Data**

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

### **A.2.1. Pengolahan Data Harga Saham**

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

#### **1. Menghitung return saham harian individual**

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

dalam hal ini :

$R_{it}$  : return saham masing-masing perusahaan pada t  
 $P_{it}$  : harga saham masing-masing perusahaan pada t  
 $P_{it-1}$  : harga saham masing-masing perusahaan pada t-1

#### **2. Menghitung return pasar harian :**

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1})/IHSG_{t-1}$$

dalam hal ini :

$R_{mt}$  : return pasar  
 $IHSG_t$  : indeks harga saham gabungan pada t

$IHSG_{t-1}$  : indeks harga saham gabungan pada  $t-1$

**3. Meregresikan return saham terhadap return pasar dengan menggunakan *Ordinary Least Square* dengan persamaan sebagai berikut :**

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i R_{mj} + \varepsilon_{it}$$

dalam hal ini :

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

**4. Menghitung return ekspektasi pada periode pengamatan**

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

dalam hal ini :

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

**5. Menghitung abnormal return saham dengan persamaan :**

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

dalam hal ini

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

**6. Menghitung kesalahan standar dari peramalan untuk periode t**

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

dalam hal ini :

$S_{ift}$  : kesalahan standar peramalan saham i pada t periode jendela  
 $S_{ie}$  : kesalahan standar estimasi untuk saham i selama

- T** : periode estimasi  
**T** : jumlah hari yang digunakan di dalam persamaan regresi  
**R<sub>mj</sub>** : return indeks pasar untuk periode j di dalam periode estimasi  
**R<sub>mt</sub>** : return indeks pasar untuk periode t di dalam periode jendela  
**R<sub>m</sub>** : rata-rata return indeks pasar rata selama periode estimasi

7. Return tidak normal standarisasi pada t period

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

dalam hal ini :

- SAR<sub>it</sub>** : standarisasi abnormal return harian saham i pada periode jendela ke t  
**A<sub>it</sub>** : abnormal return saham i pada periode jendela ke-t  
**S<sub>ift</sub>** : kesalahan standar dari estimasi untuk saham i pada t periode jendela

8. Menghitung standarisasi abnormal return saham harian dari seluruh sampel

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

dalam hal ini :

- SARN<sub>t</sub>** : abnormal return harian standarisasi untuk seluruh saham pada periode jendela ke t  
**SAR<sub>it</sub>** : abnormal return standarisasi saham i pada periode jendela ke-t  
**N** : jumlah saham sampel

9. Menghitung average abnormal return

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

10. Menghitung cumulative average abnormal return

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

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

Pengestimasiian regresi dilakukan dengan menggunakan fasilitas statistik pada program Microsoft Excel'97 dan hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.3.

Tabel 4.3. Hasil Regresi Harga Saham Terhadap Indeks Harga

Saham Gabungan di BEJ tahun 1996- 1997

Kode Sampel	$\beta$	R <sup>2</sup>	StandardError Adj.	t Statistic
AKRA	-0.10281	0.00061	0.03849	-0.25684
ASII	0.82349	0.00940	0.07956	1.01218
BDNI	1.21778	0.09115	0.03585	3.29119
BNLI	0.20678	0.00550	0.02533	0.77299
BNPS	0.55778	0.00781	0.05794	0.92221
BRPT	1.37260	0.09716	0.038571	3.4091
CMNP	0.58068	0.03495	0.02871	1.97784
CPIN	0.35199	0.02938	0.01872	1.8081
CPPR	0.80876	0.09086	0.02367	3.2854
CTRA	0.85553	0.07888	0.02750	3.0411
DART	0.25884	0.01233	0.02135	1.16162
DAVO	0.96900	0.10335	0.02686	3.52826
DNKS	0.66983	0.02825	0.03621	1.77186
ESTI	0.34410	0.01308	0.02813	1.19623
EPMT	0.53409	0.03134	0.02747	1.86942
FASW	-0.17043	0.00215	0.03459	-0.48187
GGRM	0.58000	0.02397	0.03407	1.62863
GJTL	0.48607	0.04576	0.02083	2.27576
HMSP	1.06354	0.03129	0.05391	1.86778
INDF	0.45561	0.03493	0.02237	1.97705
INTP	0.49887	0.05161	0.01848	2.42432
ISAT	0.47332	0.05515	0.01792	2.51078
JPFA	0.83161	0.07170	0.02767	2.88811
KBLI	0.13737	0.00463	0.01896	0.70867
LPBN	1.97688	0.07971	0.06236	3.05846
POLY	0.66420	0.05321	0.02591	2.46374
PTRA	38.89362	0.06594	1.37748	2.76123
SAFE	1.36875	0.13046	0.03219	4.02546
SMAR	0.44555	0.04100	0.02028	2.14874
SMGR	0.72798	0.01324	0.05694	1.20387
SOBI	0.46467	0.01131	0.04019	1.11152
SONA	-0.34881	0.00914	0.03308	-0.99835
SULI	1.02734	0.06100	0.03716	2.64880
TGKA	0.49027	0.02017	0.03161	1.49108
TRST	-0.76524	0.01129	0.06624	-1.11072
TSPC	0.24045	0.00629	0.02835	0.82711
UNTR	0.40396	0.02713	0.02205	1.73543
VOKS	-0.34714	0.00960	0.03261	-1.02299

### A.2.2. Pengolahan Data Volume Perdagangan Saham

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

1. Meregresikan volume saham i yang diperdagangkan/terdaftar terhadap jumlah volume saham yang diperdagangkan/beredar

di pasar dengan menggunakan *Ordinary Least Square* dengan persamaan sebagai berikut :

$$PV_{it} = a_i + b_i \ln \frac{VMKT_t}{OSMKT_t} + e_{it}$$

dalam hal ini :

- PV<sub>it</sub>** : logaritma dasar dari saham i yang diperdagangkan dibagi jumlah saham i yang terdaftar di bursa pada hari t.
- A<sub>i</sub>, b<sub>i</sub>** : intercept dan slope estimasi
- VMKT<sub>t</sub>** : jumlah saham yang diperdagangkan di bursa pada hari t
- OSMKT<sub>t</sub>** : jumlah saham yang beredar di bursa pada hari t
- e<sub>it</sub>** : kesalahan residu

2. Menghitung standarisasi abnormal return sekuritas dengan persamaan :

$$UV_{it} = \frac{(PV_{it} - \overline{PV_{it}})}{STV_{it}}$$

dalam hal ini

- UV<sub>it</sub>** : abnormal volume saham ke i pada hari t
- PV<sub>it</sub>** : volume saham sebenarnya ke i pada hari t
- $\overline{PV_{it}}$**  : volume saham ekspektasi ke i pada hari -t
- STV<sub>it</sub>** : standar deviasi residual perusahaan i dari persamaan

3. Menghitung *average abnormal volume*

$$\overline{UV_{it}} = \frac{1}{n} \sum UV_{it}$$

4. Menghitung *cumulative average abnormal return*

$$ABV_{it} = \sum_{t=T1}^{T2} \overline{UV_{it}}$$

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

Pengestimasiian regresi dilakukan dengan menggunakan fasilitas statistik pada program Microsoft Excel'97 dan hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.4.

Tabel 4.4. Hasil Regresi Volume Perdagangan Saham di BEJ tahun 1996- 1997

Kode Sampel	$\beta$	R <sup>2</sup>	Standard Deviation Residual	t Statistic
-------------	---------	----------------	-----------------------------	-------------

AKRA	0.37756	0.24202	0.75210	5.87241
ASII	0.12977	0.29956	0.22181	6.79624
BDNI	0.25792	0.18072	0.52973	4.88089
BNLI	0.05871	0.00250	0.88358	0.52098
BNPS	-0.03091	0.00034	1.17206	-0.19085
BRPT	0.07255	0.03344	0.40980	1.93302
CMNP	0.20292	0.06557	0.57847	2.75291
CPIN	0.10540	0.00688	0.63727	0.86503
CPPR	0.12333	0.03479	0.40166	1.97302
CTRA	0.19564	0.09809	0.60268	3.42716
DART	0.24338	0.24763	0.42800	5.96201
DAVO	0.00222	8.82E06	0.65587	0.03086
DNKS	0.33317	0.22829	0.69485	5.65236
ESTI	0.16483	0.09328	0.55003	3.3333
EPMT	0.28629	0.18402	0.60669	4.93520
FASW	0.36017	0.20678	0.55307	5.30593
GGRM	0.17876	0.14016	0.31878	4.19584
GJTL	0.09750	0.00449	1.50370	0.69832
HMSP	0.06871	0.01933	0.44364	1.45888
INDF	0.16252	0.22499	0.29291	5.59944
INTP	0.19035	0.08227	0.56179	3.11165
ISAT	0.16573	0.21992	0.25750	5.51793
JPFA	0.09894	0.03799	0.45517	2.06528
KBLI	0.06261	0.01932	0.46351	1.45853
LPBN	0.34180	0.37061	0.52429	7.97469
POLY	0.19203	0.16757	0.54228	4.66266
PTRA	0.05196	0.02015	0.24680	1.49025
SAFE	0.20294	0.08181	0.54467	3.10205
SMAR	0.31923	0.26164	0.50065	6.18628
SMGR	0.14338	0.05987	0.46493	2.62248
SOBI	0.59879	0.44872	0.74439	9.37592
SONA	0.26444	0.15847	0.68681	4.50979
SULI	0.18513	0.03522	0.64748	1.98569
TGKA	0.48288	0.07193	1.01622	0.16690
TRST	0.50898	0.36109	0.84004	7.8128
TSPC	0.04286	0.00405	0.55593	0.66297
UNTR	0.03768	0.00161	0.56835	0.41788
VOKS	0.28382	0.17276	0.74516	4.74917

### A.3. Pengujian hipotesis

Pengujian hipotesis yang dilakukan sesuai dengan pengolahan data tersebut di atas adalah sebagai berikut :

### A.3.1. Pengujian hipotesis harga saham

#### Uji t statistik

Dari persamaan regresi dalam tabel 4.3 selanjutnya dapat diketahui tingkat abnormal return masing-masing saham perusahaan yang menjadi sampel.

*Abnormal return* menunjukkan adanya reaksi harga saham terhadap publikasi laporan keuangan pada suatu hari tertentu.

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

1. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan Hipotesis alternatif ( $H_1$ ).

Secara statistika, hipotesis tersebut dirumuskan sebagai:

$$H_0 : SARN_t = 0$$

$$H_1 : SARN_t \neq 0$$

2. Sesuai dengan bentuk rumusan hipotesis di atas, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan distribusi t.
3. Menentukan taraf nyata  $\alpha$ , dalam penelitian ini  $\alpha$  ditetapkan sebesar 5% Sesuai dengan bentuk rumusan hipotesis di atas, untuk menguji hipotesis tersebut digunakan distribusi t dengan taraf nyata  $\alpha$  sebesar 0,05 secara dua arah.
4. Menentukan kriteria penerimaan atau penolakan terhadap  $H_0$ .

Secara statistika, kriteria tersebut dirumuskan sebagai berikut :

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

$$H_0 \text{ diterima bila } t_{\text{tabel}}(\alpha, df) > t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}(\alpha, df) \text{ df} = n - 1 \\ \text{atau } 38 - 1 = 37$$

Kesimpulan hipotesis. Berdasarkan data pada tabel 4.5 semua nilai  $SARN_t$  selama 21 hari yang diamati, berada pada rentang nilai

antara  $-t (\alpha/2 : df)$  yaitu  $- 2,0262$  sampai dengan  $t (\alpha/2 : df)$  yaitu  $2,062$ . Gambaran ini menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak.

Tabel 4.5. Pehitungan AAR, CAAR,  $SARN_t$  dan  $SAR_{it}$

Hari ke	AAR	CAAR	$SARN_t$ ( $t_{hitung}$ )	$SAR_{it}$
-10	0,00587	0,00587	-0,24345	-1,50074
-9	-0,01042	-0,00455	-1,28985	-7,95118
-8	-0,01391	-0,01847	-0,94419	-5,82036
-7	-0,00926	-0,02772	-0,03221	-0,19855
-6	-0,00733	-0,03505	-0,07188	-0,44313
-5	-0,01168	-0,04673	-0,27547	-1,69812
-4	-0,00876	-0,05549	-0,98510	-6,07255
-3	0,00304	-0,05245	0,44178	2,72329
-2	-0,00552	-0,05797	0,89540	5,51964
-1	0,01421	-0,04376	0,39925	2,46115
0	-0,01135	-0,05511	-0,49317	-3,04009
1	0,00316	-0,05195	0,37986	2,34162
2	-0,00003	-0,05198	-0,33176	-2,04512
3	-0,00527	-0,05725	0,97022	5,98085
4	-0,01451	-0,07177	-0,34759	-2,14269
5	-0,01270	-0,08446	0,01448	0,08923
6	-0,01424	-0,09870	-0,48851	-3,01139
7	-0,00306	-0,10176	0,28059	1,72968
8	-0,00544	-0,10720	-2,33083	-14,36822
9	-0,00005	-0,10725	-0,86436	-5,32828
10	0,02515	-0,08210	1,34137	8,26874

Nilai rata-rata abnormal return standarisasi ( $SARN_t$ )kemudian diuji dengan t statistik . Jika t statistik  $< t$  tabel maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, dengan derajat kepercayaan 5% uji dua sisi ;  $2,0262$ . Dari tabel diatas nampak pada  $t_{-1}$  nilai t statistik lebih signifikan dari pada hari lainnya hal ini diduga pasar modal dalam lebih awal mengantisipasi informasi laporan keuangan tahunan dan pada  $t_1$  pasar bereaksi lebih signifikan dibandingkan 1 hari sebelumnya yaitu  $t_0$ . (tanggal publikasi laporan keuangan tahunan)

### Uji Z statistik

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

1. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan Hipotesis alternatif ( $H_A$ ).

Secara statistika, hipotesis tersebut dirumuskan sebagai:

$$H_0 : AAR_t = 0$$

$$H_A : AAR_t \neq 0$$

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

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

3. Menentukan kriteria penerimaan atau penolakan terhadap  $H_0$ .

Secara statistika, kriteria tersebut dirumuskan sebagai berikut :

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

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

Tabel 4.6. Pehitungan Z hitung untuk AAR positif

Hari Ke	Jumlah AAR Positip	Proporsi + Observasi	Proporsi Asumsi	Z <sub>hitung</sub>
-10	21	0,55263	0,50000	0,64889
-9	16	0,42105	0,50000	-0,97333
-8	16	0,42105	0,50000	-0,97333
-7	17	0,44737	0,50000	-0,64889
-6	19	0,50000	0,50000	0,00000
-5	14	0,36842	0,50000	-1,62221

Tabel 4.6 (lanjutan)

-4	14	0,36842	0,50000	-1,62221
-3	14	0,36842	0,50000	-1,62221
-2	15	0,39474	0,50000	-1,29777
-1	20	0,52632	0,50000	0,32444
0	19	0,50000	0,50000	0,00000
1	18	0,47368	0,50000	-0,32444
2	17	0,44737	0,50000	-0,64889
3	22	0,57895	0,50000	0,97333
4	16	0,42105	0,50000	-0,97333
5	18	0,47368	0,50000	-0,32444
6	17	0,44737	0,50000	-0,64889
7	17	0,44737	0,50000	-0,64889
8	14	0,36842	0,50000	-1,62221
9	17	0,44737	0,50000	-0,64889

10	24	0,63158	0,50000	1,62221
----	----	---------	---------	---------

Kesimpulan hipotesis. Berdasarkan data pada tabel 4.6 semua nilai AAR selama 21 hari yang diamati, berada pada rentang nilai antara  $Z(\alpha/2)$  yaitu - 1,96 sampai dengan  $Z(\alpha/2)$  yaitu 1,96. Gambaran ini menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Yang berarti publikasi laporan keuangan tahunan mempengaruhi perubahan harga saham yang terjadi di pasar modal.

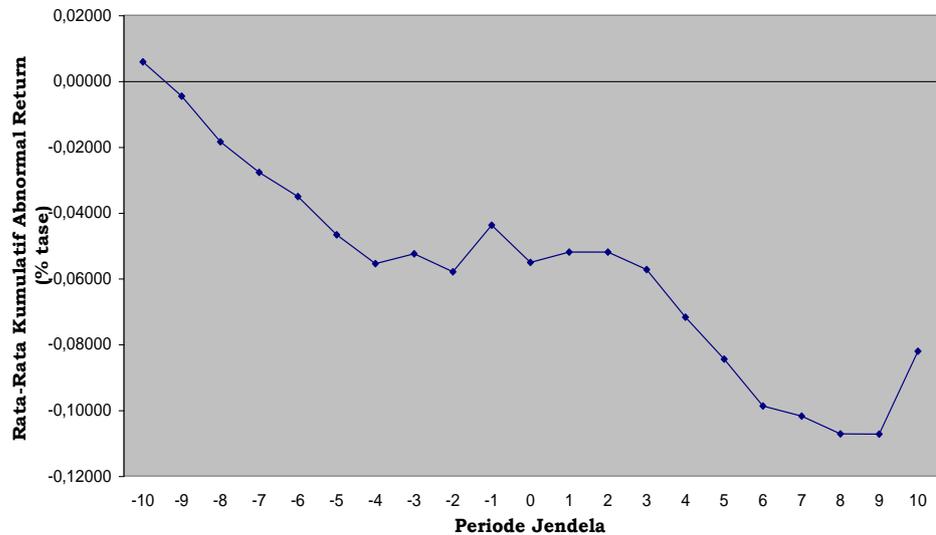
### **Rata-Rata Kumulatif Abnormal Return**

Karena reaksi tersebut dapat terjadi selama beberapa hari, maka selain rata-rata abnormal return juga dihitung rata-rata kumulatif abnormal return yang merupakan penjumlahan average abnormal return selama periode jendela. Dengan demikian CAAR menunjukkan total reaksi harga selama periode jendela seperti dalam gambar 4.1.

Dari gambar 4.1 tersebut menunjukkan adanya lonjakan reaksi harga pada saat sebelum dipublikasikan laporan keuangan tahunan  $t_{-1}$  sepertinya informasi dalam laporan keuangan telah lebih awal diketahui oleh pelaku pasar modal dengan suatu media selain surat kabar. Pada hari  $t_0$  reaksi harga menunjukkan penurunan sebesar -0,01135 dan setelah  $t_0$  pada hari  $t_1$  menunjukkan adanya peningkatan reaksi harga sebesar 0,00316.

Gambar 4.1. Perubahan rata-rata kumulatif abnormal return saham di seputar publikasi laporan keuangan tahun 1997.

**Rata-Rata Kumulatif Abnormal Return di seputar publikasi laporan keuangan tahunan di Bursa Efek Jakarta tahun 1997**



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

### A.3.2. Pengujian hipotesis volume perdagangan saham

#### Uji t statistik

Dari persamaan regresi dalam tabel 4.4 selanjutnya dapat diketahui tingkat abnormal volume masing-masing saham perusahaan yang menjadi sampel.

Abnormal volume menunjukkan adanya reaksi volume perdagangan saham terhadap publikasi laporan keuangan pada suatu hari tertentu.

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

1. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan Hipotesis alternatif ( $H_1$ ).

Secara statistika, hipotesis tersebut dirumuskan sebagai:

$$H_0 : SUV_t = 0$$

$$H_1 : SUV_t \neq 0$$

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

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

3. Menentukan kriteria penerimaan atau penolakan terhadap  $H_0$ .

Secara statistika, kriteria tersebut dirumuskan sebagai berikut :

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

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

atau  $38 - 1 = 37$

4. Kesimpulan hipotesis. Berdasarkan data pada tabel 4.7 semua nilai  $SUV_t$  selama 21 hari yang diamati, berada pada rentang nilai

antara  $-t (\alpha/2 : df)$  yaitu  $- 2,0262$  sampai dengan  $t (\alpha/2 : df)$  yaitu  $2,062$ . Gambaran ini menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak.

Tabel 4.7. Pehitungan SUVit dan UBVit

Hari Ke	Rata-rata Standarisasi Volume Tidak Perdagangan Normal	Uji T hitung	Kumulatif Rata-rata Standarisasi Volume Perdagangan Tidak Normal
-10	-0,12165	-0,74992	-0,12165
-9	-0,12021	-0,74101	-0,24186
-8	-0,19044	-1,17395	-0,43230
-7	0,00877	0,05409	-0,42353
-6	0,40299	2,48420	-0,02054
-5	-0,15124	-0,93231	-0,17178
-4	0,24788	1,52804	0,07610
-3	-0,00134	-0,00825	0,07477
-2	0,08621	0,53142	0,16097
-1	0,10113	0,62340	0,26210
0	-0,20157	-1,24256	0,06053
1	-0,30383	-1,87294	-0,24330
2	-0,25471	-1,57015	-0,49801
3	-0,01170	-0,07212	-0,50971
4	-0,13203	-0,81389	-0,64174
5	-0,04897	-0,30188	-0,69071
6	-0,06858	-0,42278	-0,75930
7	0,09201	0,56719	-0,66729
8	0,16837	1,03791	-0,49892
9	0,08389	0,51712	-0,41503
10	-0,03331	-0,20537	-0,44834

Nilai rata-rata volume perdagangan tidak standarisasi ( $SUV_t$ ) kemudian diuji dengan t statistik . Jika  $t$  hitung  $< t$  tabel maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, dengan derajat kepercayaan 5% uji dua sisi ;  $2,0262$  dan nampaknya pasar modal Indonesia efisien maka pada  $t_0$  diperkirakan lebih besar dari nol. Dari tabel diatas nampak pada  $t_0$  nilai  $t$  signifikan dari pada hari lainnya hal ini diduga pasar

modal dalam lebih awal mengantisipasi informasi laporan keuangan tahunan dan pada  $t_1$  pasar bereaksi lebih signifikan dibandingkan 1 hari sebelumnya yaitu  $t_0$ . (tanggal publikasi laporan keuangan tahunan)

### **Uji Z statistik**

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

1. Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan Hipotesis alternatif ( $H_A$ ).

Secara statistika, hipotesis tersebut dirumuskan sebagai:

$$H_0 : SUV_t = 0$$

$$H_A : SUV_t \neq 0$$

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

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

3. Menentukan kriteria penerimaan atau penolakan terhadap  $H_0$ .

Secara statistika, kriteria tersebut dirumuskan sebagai berikut :

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

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

Tabel 4.8 Pehitungan Z hitung untuk SUVit positif

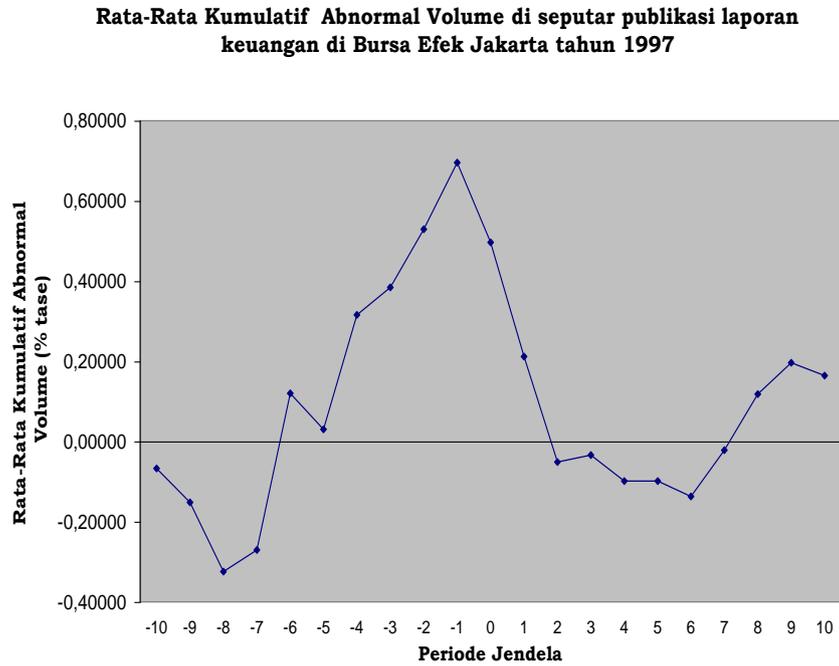
Hari Ke	Positip Observasi	Proporsi Positip	Proporsi Asumsi	Uji Z Hitung
-10	17	0,44737	0,50000	-0,64889
-9	17	0,44737	0,50000	-0,64889
-8	12	0,31579	0,50000	-2,27110
-7	19	0,50000	0,50000	0,00000
-6	23	0,60526	0,50000	1,29777
-5	16	0,42105	0,50000	-0,97333
-4	19	0,50000	0,50000	0,00000
-3	18	0,47368	0,50000	-0,32444
-2	18	0,47368	0,50000	-0,32444
-1	18	0,47368	0,50000	-0,32444
0	17	0,44737	0,50000	-0,64889
1	13	0,34211	0,50000	-1,94666
2	10	0,26316	0,50000	-2,91999
3	19	0,50000	0,50000	0,00000
4	14	0,36842	0,50000	-1,62221
5	15	0,39474	0,50000	-1,29777
6	20	0,52632	0,50000	0,32444
7	16	0,42105	0,50000	-0,97333
8	15	0,39474	0,50000	-1,29777
9	16	0,42105	0,50000	-0,97333
10	16	0,42105	0,50000	-0,97333

Kesimpulan hipotesis. Berdasarkan data pada tabel 4.8 semua nilai  $SUV_{it}$  selama 21 hari yang diamati, berada pada rentang nilai antara  $Z(\alpha/2)$  yaitu - 1,96 sampai dengan  $Z(\alpha/2)$  yaitu 1,96. Gambaran ini menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Yang berarti publikasi laporan keuangan mempengaruhi perubahan volume perdagangan saham yang terjadi di pasar modal.

### **Rata-Rata Kumulatif Volume Perdagangan Abnormal**

Karena reaksi tersebut dapat terjadi selama beberapa hari, maka selain rata-rata abnormal return juga dihitung rata-rata kumulatif abnormal volume yang merupakan penjumlahan rata-rata abnormal volume selama periode jendela. Dengan demikian rata-rata kumulatif abnormal volume menunjukkan total reaksi volume perdagangan selama periode jendela seperti dalam gambar 4.2.

Gambar 4.2. Perubahan rata-rata kumulatif abnormal volume di seputar publikasi laporan keuangan tahun 1997.



Dari gambar 4.2 tersebut nampak kumulatif rata-rata abnormal volume menunjukkan gejala yang sama dengan rata-rata kumulatif abnormal return, investor Bursa Efek Jakarta responsif terhadap informasi laporan keuangan yang masuk dalam pasar, atau dengan kata lain pasar efisien dalam menyerap informasi laporan keuangan yang dipublikasikan.

Adanya lonjakan reaksi volume perdagangan pada saat sebelum dipublikasikan laporan keuangan seperti halnya informasi dalam laporan keuangan telah digunakan lebih awal diketahui oleh para pelaku pasar modal dengan menggunakan suatu media selain surat kabar. Lonjakan abnormal volume secara kumulatif puncaknya terjadi pada  $t_{-1}$ , pada saat dipublikasikannya laporan keuangan

tahunan  $t_0$  abnormal volume secara kumulatif turun hingga mencapai titik 0,06053 dan setelah dipublikasikannya laporan keuangan harga saham menunjukkan reaksi yang negatif. Rata-rata kumulatif abnormal volume selama 10 hari sebelum publikasi lebih tinggi daripada rata-rata kumulatif abnormal volume selama 10 hari setelah publikasi laporan keuangan. Hal ini menunjukkan investor responsif terhadap informasi yang dimuat dalam laporan keuangan dikarenakan informasi yang terkandung didalamnya merupakan suatu berita/informasi yang baru yang diperlukan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

## **B. Analisis Hasil Penelitian.**

**Penelitian ini merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa dengan dipublikasikannya laporan keuangan emiten di BEJ. Jika publikasi laporan keuangan tahunan mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu publikasi tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya abnormal return dan abnormal volume yang diakibatkan oleh publikasi laporan keuangan tahunan melalui media massa.**

**Investor dalam menginterpretasikan reaksinya dari publikasi laporan keuangan tahunan secara berbeda dalam hal harga sekuritas maupun volume perdagangan. Perubahan harga sekuritas menunjukkan refleksi agregasi atau keyakinan investor umumnya terhadap sekuritas yang diperdagangkan sedangkan perubahan volume perdagangan**

**menunjukkan refleksi tindakan investor atau jumlah aktivitas seluruh perdagangan di pasar modal.**

Morse (1981) dan Bamber (1987) menyatakan reaksi pasar terjadi pada  $t_{-1}$  dan  $t_0$  berlanjut hingga  $t_2$ . Jogiyanto (1998) menyatakan suatu pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga keseimbangan yang baru dilakukan dengan cepat pada hari  $t_1$  dan suatu pasar dikatakan tidak efisien jika kecepatan penyesuaian cukup lama yaitu pada hari  $t_2$ . Jika hari  $t_2$  berlarut-larut dan cukup lama, hal ini menunjukkan indikasi adanya distribusi informasi yang belum simetris, yaitu hanya beberapa investor saja yang mendapatkan informasi yang bersangkutan.

**Rata-rata abnormal return standarisasi pada tabel 4.5 menunjukkan pada hari  $t_{-1}$  dan  $t_1$  menunjukkan abnormal return yang positif dan hasil uji statistik menunjukkan nilai  $t$  hitung pada  $t_{-1}$  lebih signifikan daripada nilai  $t$  hitung pada  $t_1$ . Pada  $t_0$  nilai  $t$  hitung menunjukkan nilai yang lebih rendah dibanding nilai  $t$  hitung pada hari  $t_{-1}$  dan  $t_1$ . Hasil ini membuktikan bahwa informasi laporan keuangan tahunan berpengaruh terhadap perubahan harga saham. Dari data pada tabel 4.5 menggambarkan adanya peningkatan sebesar 2,26% rata-rata abnormal return selama 10 hari sebelum publikasi dan 10 hari setelah publikasi laporan keuangan. Peningkatan tersebut menandakan sedikitnya dengan publikasi laporan keuangan pasar telah merespon informasi laporan keuangan yang dipublikasikan .**

**Gambar 4.1 menunjukkan bahwa CAAR perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunannya secara relatif mempunyai nilai negatif dimulai hari  $t_{-9}$  hingga  $t_{-2}$  sebelum publikasi laporan keuangan tersebut. Peningkatan CAAR terjadi pada  $t_{-1}$  hari**

**dan  $t_1$  hari setelah publikasi laporan keuangan , kemudian setelah  $t_2$  CAAR cenderung turun hingga  $t_9$ .**

Adanya lonjakan abnormal volume perdagangan saham pada  $t_1$  sebelum publikasi laporan keuangan. Pada  $t_0$  abnormal volume yang diperoleh adalah sebesar 0,06053. Dalam tabel 4.7 menunjukkan adanya peningkatan sebesar 1,63% rata-rata abnormal volume selama 10 hari sebelum publikasi dan 10 hari setelah publikasi laporan keuangan tahunan. Peningkatan tersebut menandakan adanya pengaruh dari publikasi laporan keuangan pasar telah merespon informasi yang disajikan dalam laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan. Gambar 4.2 menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif volume abnormal dari perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunannya secara relatif mengalami penurunan hingga  $t_2$  setelah publikasi laporan keuangan dan penurunan volume abnormal dimulai pada saat diumumkannya laporan keuangan pada hari  $t_0$ . Fluktuasi volume abnormal setelah  $t_1$  berubah drastis cenderung turun hingga titik yang paling rendah yaitu pada hari  $t_2$ .

Setelah dilakukan analisis atas reaksi pasar diperoleh fakta terdapat lonjakan abnormal volume dibandingkan dengan lonjakan abnormal return. Dari hasil pengujian hipotesis menunjukkan baik abnormal return maupun volume abnormal dipengaruhi oleh publikasi laporan keuangan tahunan, dalam uji statistik parametrik dan uji statistik non parametrik perubahan harga lebih signifikan dibandingkan dengan perubahan volume perdagangan saham. Hasil ini konsisten dengan yang telah dilakukan oleh Morse (1981).

Pendapat Morse (1981) lonjakan perubahan harga dan volume yang terjadi pada  $t_1$  disebabkan adanya *misspecification public announcement* karena informasi laba seringkali diumumkan sehari sebelum pengumuman pada *Wall Streets Journal* melalui sistem pencatatan data yang masuk ke bursa dan hal ini

sejalan dengan pendapat Blake (1990) dalam pengujian bentuk pasar efisien setengah kuat umumnya reaksi pasar terjadi pada hari  $t-1$  dikarenakan keputusan investor didasarkan atas informasi yang termuat dalam *stocks broker reports* yang lebih cepat pemunculannya dibandingkan dengan media pengumuman laporan keuangan lainnya. Sedangkan pendapat Ball & Brown (1968) menyatakan bahwa para pelaku pasar modal telah mengetahui sebagian besar informasi yang dimuat dalam laporan keuangan auditan dari sumber media lain yang lebih cepat yang mencakup laporan keuangan interim. Sedangkan menurut peneliti lonjakan perubahan harga dan volume yang terjadi pada  $t-1$  di Bursa Efek Jakarta disebabkan teknologi informasi yang digunakan oleh media massa karena hampir semua media massa yang mempunyai peredaran secara nasional membuka layanan *on-line* sehingga berita/informasi yang akan diberitakan sudah dapat diketahui dengan cepat sehari sebelum dipublikasikannya media massa tersebut. Hal ini tidak menutup kemungkinan para investor menggunakan jasa teknologi informasi tersebut dalam pengambilan keputusannya dengan cepat.

Dari hasil secara keseluruhan menandakan informasi yang disajikan dalam laporan keuangan berguna dalam keputusan investasi di pasar modal Indonesia, dengan kata lain Bursa Efek Jakarta memenuhi bentuk efisiensi setengah kuat untuk tahun 1997.

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### A. Kesimpulan

Setelah dilakukan analisis atas reaksi harga saham dan volume perdagangan saham atas publikasi laporan keuangan tahunan di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1997, dapat ditarik kesimpulan, yaitu :

1. Dengan menggunakan pendekatan *market model* yang digunakan oleh Peterson (1989), Cready dan Mynatt (1991) dan Bamber (1987) dengan menggunakan sampel yang terbatas dapat menggambarkan kondisi pasar modal yang sebenarnya. Sehingga dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta memenuhi kriteria sebagai suatu pasar modal efisien setengah kuat untuk tahun 1997.
2. Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan tahunan berguna bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia dalam hal ini Bursa Efek Jakarta. Adanya reaksi pasar yang berupa lonjakan harga saham dan volume perdagangan dengan adanya publikasi laporan keuangan. Hal ini dikarenakan informasi yang termuat dalam laporan keuangan tahunan masih dianggap sebagai informasi/berita yang baru di pasar modal.
3. Lonjakan rata-rata kumulatif abnormal volume lebih tinggi daripada rata-rata kumulatif abnormal return. Pengaruh publikasi laporan keuangan terhadap harga saham kurang signifikan dibandingkan dengan volume perdagangan.
4. Publikasi laporan keuangan tahunan melalui media massa, nampaknya berpengaruh di dalam pengambilan keputusan investasi karena sebelum dipublikasikan di media massa para pelaku pasar modal telah

menunjukkan reaksi pasar yang positif diduga hal ini selain media massa investor menggunakan juga media lainnya melalui teknologi informasi seperti internet.

## ***B. Saran-saran***

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

1. Untuk mereka yang berminat melakukan penelitian di bidang keuangan. Hasil penelitian ini bersifat tentatif, oleh karena itu perlu penelitian lebih lanjut untuk mengetahui sejauh mana pasar modal bereaksi terhadap informasi akuntansi, dalam penelitian lebih lanjut perlu pemilihan sampel yang lebih ketat untuk dapat meminimalkan distorsi informasi dalam melihat reaksi pasar atas informasi akuntansi serta meneliti hubungan antara perubahan harga dan perubahan volume perdagangan saham yang diakibatkan oleh adanya publikasi/pengumuman informasi akuntansi.
2. Dalam kondisi pasar modal efisien setengah kuat, penulis menyarankan kepada peneliti selanjutnya untuk meneliti sumber-sumber informasi yang digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.
3. Untuk Bapepam dan PT BEJ. Salah satu syarat supaya suatu informasi berguna adalah penyajian informasi yang tepat waktu. Oleh karena itu, barangkali BAPEPAM dan PT BEJ dapat mengeluarkan aturan baru yang dapat mendorong emiten untuk mempercepat penyajian laporan

keuangan tahunan kepada publik melalui media lain selain media massa.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdelsalam, Mahmoud dan Diane Satin, "The Effect of Published Corporate Financial Reports on Stock Trading Volume in Thin Market : A Study of Saudi Arabia," *The International Journal of Accounting*, Vol. 26 (1991), hal. 302-313.
- Ball, R. J., dan P. Brown, " An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn 1968), hal. 159-178.
- Ball, Ray dan S.P. Kothari, "Security Returns Around Earnings Announcements," *The Accounting Review* 66 (October 1991), hal. 718-738.
- Bamber, Linda Smith, "The information Content of Annual Earning Release : A Trading Volume Approach," *Journal of Accounting Research*, (Spring 1986), hal 40-55.
- \_\_\_\_\_, "Unexpected Earning, Firm Size and Trading Volume Around Quarterly Earning Announcements," *The Accounting Review*, (July 1987), hal.510-531.
- \_\_\_\_\_, dan Cheon, Youngsoon Susan, "Differential Price and Volume to Accounting Earning Announcements," *The Accounting Review*, (July 1997), hal 417-441.
- Basu, Sudipta, "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings," *Journal of Accounting and Economics* 24 (1997), hal. 3-37.
- Beaver, William H, "Market Efficiency," *The Accounting Review* (January 1981), hal. 23-37.
- Beaver, William H, Mary Lea McAnally, dan Christopher H. Stinson., "The Information contents of earnings and prices : A simultaneous equation approach," *Journal of Accounting and Economics* 23 (1997), hal.53-81.
- Beza, Berhanu, *The Information Content of Annual Earning Announcement : A Trading Volume Approach*, Tesis S-2, Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1997.
- Blake, David, *Financial Market Analysis*, Singapore: Mc Graw Hill Book Co., 1990.
- Brown, Philip, "The impact of the annual net profit report on the stock market," *The Australian Accountant* (July 1970), hal. 277-283.
- Brown, S.J., dan J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics* 14 (1985), hal 3 -31.
- Cready, William M., dan Patricia G. Mynatt, "The Information Content of Annual Reports : A Price and Trading Response Analysis," *The Accounting Review* 66 (April 1991), hal. 291-312.

Demski, Joel S., dan Gerald A. Feltham, "Market response to financial reports," *Journal of Accounting and Economics* 17 (1994), hal. 3-40.

FASB, *Statements of Financial Accounting Concepts*, 1978.

Foster, George, *Financial Statement Analysis*, Second Edition, New Jersey : Prentice-Hall International, Inc., 1986.

Hartono, Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Yogyakarta : BPFE, 1998.

Hartono, Jogiyanto, "Bias Dari Penggunaan Model di MBAR," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 14 (1999), hal. 28-36.

Hendriksen, Eldon S. dan Van Breda, Michael F, *Accounting Theory*, fifth edition, Homewood : Richard D. Irwin, Inc., 1992.

Husnan, Suad, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua, Yogyakarta : UPP AMP YKPN, 1994.

Husnan, Suad., Mamduh M. Hanafi, dan Amin Wibowo, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan," *Kelola* 11 (1996), hal. 110-125.

Kim, Oliver dan Verrecchia, Robert E, "Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements," *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn 1991), hal. 302-321.

---

\_\_\_\_\_, "Market liquidity and volume around earnings announcements," *Journal of Accounting and Economics* 17 (1994), hal. 41-67.

Morse, Dale, "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements : A Closer Examination," *Journal of Accounting Research*, 19 (Autumn 1981), hal. 374-383.

Paton, W.A., dan Littleton, A.C, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association, 1970.

Peterson, Pamela P, *Event Studies : A Review of Issues and Methodology*, Copyright, University of Nebraska-Lincoln, 1989.

Ro. Byung T, "The Disclosure of Replacement Cost Accounting Data and Its Effect on Transaction Volumes," *The Accounting Review*, Januari 1981, hal. 71-84.

---

\_\_\_\_\_, "The Disclosure of Replacement Cost Accounting Data and Its Effect on Transaction Volumes : A Reply ," *The Accounting Review*, Januari 1981, hal. 181-87.

Rusiti, Christina, *Analisa Perilaku Harga Saham Pasar Modal Di Indonesia, Periode 1986 – 1989 Dengan Pendekatan Hipotesis Pasar Modal Efisien*, Tesis S-2, Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1990.

Santoso, Singgih, *Aplikasi Excel dalam Statistik Bisnis*, Jakarta : PT Elex Media Komputindo, 1998.

Setiawati, Lilis, *Pengaruh Publikasi Laba terhadap Volume Transaksi Saham di Bursa Efek , Periode 1993 – 1994*, Skripsi S-1, Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1995.

Stice, Earl K, “The Market Reaction to 10-K and 10-Q Filings and to Subsequent The Wall Street Journal Earning Announcement,” *The Accounting Review*, January 1991, hal. 42-55.

Scott, William R, *Financial Accounting Theory*, New Jersey : Prentice-Hall International, Inc., 1997.

Schroeder, Richard G., and Myrtle Clark, *Accounting Theory – Text and Reading*, New York : John Wiley & Sons, Inc., 1995.

Watts, Ross L. dan Zimmerman, Jerold L, *Positive Accounting Theory*, New Jersey : Prentice-Hall, Inc., 1986.

Wonnacott, Ronald J., and Thomas H. Wonnacott, *Introductory Statistics*, Fifth Edition, New York : John Wiley & Sons, 1990.