

ANOMALI REAKSI INVESTOR TERHADAP PENGUMUMAN LABA *GOOD NEWS* DAN LABA *BAD NEWS*

Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta

Andreas Lako

Abstract

This paper examines investor reaction to the good news and bad news earnings announcements around earnings announcements dates. The results show that investors react positively and significantly to the good news and bad news earnings announcements of 1998 and 1999 at the announcement dates, but respond negatively and significantly to the good news and bad news earnings announcements of year 2000. Statistically, there is no significant difference in investor reaction to the good news and bad news earnings announcements for three years. However, the study finds two market anomalies. Firstly, investors respond positively and significantly to the bad news earnings announcements of year 1998 and 1999, as well as respond negatively to the good news earnings announcements of year 2000. Secondly, the magnitude of CAAR values of the bad news earnings announcements is greater than CAAR values of the good news earnings announcements. These evidence are contrary with the efficient market theory (efficient market hypothesis-EMH).

Keywords : *market efficient, market anomaly, good news dan bad news, dan earnings announcements.*

1. PENDAHULUAN

Sejumlah riset empiris di Amerika Serikat (AS) sejak akhir dekade 1960-an hingga 1990-an yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laba perusahaan telah membukukan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi (*information content*) untuk pasar sekuritas dan pelaku pasar bereaksi signifikan terhadap pengumu-

man laba kuartalan maupun laba tahunan. Reaksi tersebut tercermin dari naik-turunnya harga saham dan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman (Ball dan Brown 1968, Beaver 1968 dan 1989, Beaver et al. 1979, Morse 1981, Kross dan Schroeder 1984, Defeo 1986, Foster 1977, Bamber 1986 dan 1994, Watts dan Zimmerman 1986, Ball dan Kothari 1991, Potter 1992, dan Patell dan Wolfson 1981).

Di Indonesia, beberapa riset empiris yang menguji pengaruh publikasi laporan keuangan terhadap harga saham juga membukukan bahwa

publikasi laporan keuangan merespon oleh pasar pada periode peristiwa pengumuman. Disimpulkan bahwa informasi laporan keuangan atau laba memberikan nilai informasi yang berarti bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi mereka (Husnan, dkk. 1995, Beza 1997, Hanafi 1997, Purba 1997, Sadikin 2000, dan Lako 2002a, 2002b dan 2002c).

Dari investigasi yang penulis lakukan terhadap desain riset dari sejumlah riset empiris tersebut, terlihat hanya sedikit periset yang menguji reaksi pasar terhadap publikasi laba atau laporan keuangan yang mengandung informasi good news - GN (berita baik) dan bad news (berita baik) bagi investor. Misalnya, Ball dan Brown (1968) menguji kandungan informasi laba, yaitu apakah laba yang dilaporkan lebih besar dari pada apa yang pasar harapkan (yang disebut GN), atau kurang daripada apa yang pasar harapkan (BN), selama periode 1957 - 1965 dengan jumlah sampel 261 perusahaan yang terdaftar di New York Stock Exchange (NYSE). Proksi yang digunakan adalah laba aktual tahun lalu, sehingga diasumsikan perusahaan dengan laba yang lebih tinggi daripada laba tahun sebelumnya diklasifikasikan sebagai GN, demikian sebaliknya. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar merespon sangat positif terhadap pengumuman laba GN dan bereaksi negatif terhadap pengumuman BN pada periode pengumuman (*narrow window* bulanan). Foster (1978) melaporkan bahwa investor merespon positif dan signifikan terhadap pengumuman perubahan laba positif dan bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan laba negatif pada periode

Andreas Lako, Dosen Jurusan Akuntansi FE-Unika Soegijapranata Semarang; Program Doktor, Akuntansi UGM Yogyakarta

peristiwa pengumuman laba. Hyan (1995) juga melaporkan bahwa pelaporan laba negatif memiliki hubungan yang lemah dengan return saham; sedangkan pelaporan laba positif memiliki hubungan yang kuat dengan pergerakan return saham¹.

Akibat masih sedikit atau lemahnya bukti empiris tentang reaksi pasar terhadap pengumuman laba GN dan laba BN, dan sejauh pengetahuan penulis belum ada kajian empiris berkenaan dengan permasalahan tersebut di Indonesia, maka riset ini bertujuan memberikan bukti empiris berkenaan dengan perilaku investor BEJ dalam merespon publikasi laba GN dan laba BN dari perusahaan-perusahaan publik Indeks LQ45. Penulis kuatir, jika hanya hasil studi Ball dan Brown (1968), Foster (1977) dan Hyan (1995) yang dijadikan sebagai patokan dalam menilai pasar efisien (*efficient market hypotheses-EMH*) berkenaan dengan publikasi laba GN dan laba BN, maka kesimpulan tersebut bisa menyesatkan. Alasannya, karena setting tiga riset tersebut adalah pada perusahaan-perusahaan *go public* di pasar modal Amerika Serikat yang sudah tergolong dalam *developed capital market* (DCM) dan memiliki latar belakang lingkungan sosial-politik, ekonomi, sistem hukum dan bisnis yang sangat berbeda dengan karakteristik bursa efek negara-negara berkembang (*emerging capital market - ECM*) seperti Indonesia.

Karena perbedaan setting lingkungan dan karakteristik tersebut, penulis menduga bahwa tanda (*sign*) dan besaran (*magnitude*) reaksi pasar terhadap pengumuman laba positif (LP) dan laba negatif (LN) dapat berbeda jika risetnya dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang karakteristik pasar modalnya masih tergolong ECM. Dugaan ini merujuk pada hasil riset dan pendapat Bailey dan Chung (1995), Aggarwal et al. (1999), Saudagaran (2001), Radebaugh

dan Gray (1997), Haskinset al. (1996) dan Scott (2000) yang menyatakan bahwa perbedaan dalam dinamika faktor-faktor ekonomi, sosial, politik dan pasar antar negara dapat menyebabkan perbedaan reaksi pasar terhadap suatu peristiwa pengumuman ekonomi atau akuntansi.

Alasan lainnya adalah karena sejak Juli 1997 hingga saat ini sebagian besar perusahaan *go public* Indonesia mengalami krisis keuangan yang parah sebagai akibat krisis ekonomi dan keuangan, dan krisis sosial-politik dalam negeri. Dalam kurun waktu 1997 - 1999, sebagian besar perusahaan publik yang listing di BEJ melaporkan laba negatif (LN) daripada laba positif (LP) dalam laporan keuangan mereka; sedangkan dalam periode 2000 - 2001 banyak perusahaan melaporkan LP daripada LN. Sejauh yang penulis ketahui, riset empiris untuk menguji bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman laba tersebut belum banyak dilakukan.

Karena itu, tujuan riset ini adalah menguji secara empiris reaksi investor² terhadap pengumuman laba GN dan laba BN. Yang dimaksudkan dengan laba GN adalah emiten yang melaporkan LP dan mengalami kenaikan laba (KL) dari periode tahun sebelumnya; sedangkan laba BN adalah emiten yang melaporkan LN atau mengalami penurunan laba (PL) dari tahun sebelumnya. Laba (*net income*) dalam tulisan ini merupakan proksi dari laporan keuangan karena menurut SFAC No.1 (1978) dan SAK (2002) laba merupakan pengukur utama kinerja keuangan perusahaan dalam suatu periode akuntansi dan menjadi sentral perhatian para pemakai laporan keuangan. Dengan demikian, permasalahan utama dalam riset ini adalah: (1) bagaimana reaksi investor terhadap publikasi laba GN dan laba BN?, dan (2) apakah terdapat perbedaan reaksi investor terhadap publikasi laba GN dan laba BN?

Organisasi penulisan dalam paper ini adalah sebagai berikut. Bagian kedua membahas literatur dan hasil-hasil riset empiris yang terkait dengan isu permasalahan, serta perumusan hipotesis. Bagian ketiga membahas metode riset yang digunakan. Bagian keempat berisi analisis hasil riset. Bagian terakhir berisi kesimpulan, diskusi dan keterbatasan.

2. TELAHAH LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Laporan Keuangan dan Arti Penting Informasi Laba

Menurut SFAC No. 5 (FASB 1984), laporan keuangan merupakan gambaran utama dari pelaporan keuangan (*financial reporting*) yang berfungsi sebagai alat komunikasi informasi akuntansi keuangan kepada pihak-pihak eksternal. Item-item yang diakui dalam laporan keuangan merupakan representasi dari sumberdaya atau aset dari suatu entitas, klaim terhadap sumberdaya atau aset-aset tersebut (kewajiban dan ekuitas pemilik), dan pengaruh dari transaksi-transaksi dan peristiwa-peristiwa lain serta kejadian-kejadian yang mengakibatkan perubahan dalam sumberdaya atau klaim terhadap sumberdaya tersebut (SFAC No. 1 dalam FASB 1978):

PSAK No. 1 (2002) menyatakan bahwa laporan keuangan menunjukkan apa yang telah dilakukan manajemen (*stewardship*), atau pertanggungjawaban manajemen atas sumberdaya yang dipercayakan kepadanya. Pemakai laporan keuangan terdiri dari investor sekarang dan investor potensial, karyawan, pemberi pinjaman, pemasok dan kreditor usaha lain, pelanggan, pemerintah dan lembaganya, dan masyarakat yang menggunakannya untuk memenuhi kebutuhan informasi yang berbeda. Investor membutuhkan informasi untuk membantu dalam menentukan apakah harus membeli, menahan atau menjual investasinya. Pemegang saham tertarik pada informasi akuntansi yang memungkinkan mereka untuk menilai kemampuan perusahaan dalam membayar deviden. Karena investor merupakan penanam modal yang menanggung risiko perusahaan, maka

1. Istilah *developed capital markets* (DEM) secara umum biasanya merujuk pada bursa efek di negara-negara maju dan ekonominya relatif maju atau kuat seperti Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Sedangkan istilah *emerging capital markets* (ECM) biasanya merujuk pada bursa efek di negara-negara sedang berkembang. Masalah-masalah struktural ECM meliputi *size* organisasi pasar modalnya kecil, likuiditas rendah, pilihan investasi terbatas, dan investasi pasar modalnya dipengaruhi oleh masalah-masalah ketidakpastian politik, ekonomi dan regulasi pemerintah yang tidak menguntungkan (Saudagaran 2001).
2. Investor merupakan pelaku utama pasar dalam suatu bursa efek dan terdiri dari berbagai kelompok yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda. Mereka membutuhkan informasi akuntansi laba untuk membantu mereka menentukan apakah harus membeli, menahan atau menjual suatu investasi atau sekuritas.

ketentuan laporan keuangan yang memenuhi kebutuhannya akan memenuhi pula sebagian kebutuhan pemakai lain.

Berkenaan dengan laba-rugi, SFAC No. 2 (FASB 1980) menyatakan bahwa laporan laba-rugi sangat penting bagi para pemakainya (users) karena memiliki nilai prediktif. SFAC No.1 (FASB 1978) menjelaskan bahwa para investor, kreditor, dan pihak-pihak lainnya sering menggunakan informasi laba dan informasi tentang komponen-komponen laba untuk menilai prospek cash flows dari investasi atau pinjaman yang mereka berikan. Selain itu, mereka juga menggunakan informasi laba untuk membantu dalam (a) mengevaluasi kinerja manajemen, (b) mengestimasi "earnings power" atau lainnya yang mereka nilai sebagai representasi kemampuan laba perusahaan dalam jangka panjang, (c) memprediksi laba masa datang, atau (d) menilai risiko berinvestasi atau meminjamkan kredit kepada suatu perusahaan.

2.2 Perumusan Hipotesis

Sejumlah hasil riset empiris (Ball dan Brown 1968, Beaver 1968, Beaver et al. 1979, Morse 1981, Kross dan Schroeder 1984, Defeo 1986, Bamber 1986 dan 1994, Ball dan Kothari 1991, Potter 1992, Patell dan Wolfson 1981, Daley et al. 1995, Beza 1997, Hanafi 1997, Purba 1997, Sadikin 2000, Lako 2002a dan 2002c) telah membukukan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi bagi investor untuk mengestimasi expected values dan risiko return sekuritas. Menurut Scott (2000), informasi laba dapat berguna jika dapat mengakibatkan investor mengubah keyakinan dan tindakan mereka sebelumnya; dan tingkat kegunaan tersebut dapat diukur dari sejauh mana perubahan harga mengikuti publikasi informasi laba tersebut.

Foster (1986) menyatakan ada tiga faktor yang mempengaruhi kandungan informasi dari suatu pengumuman informasi perusahaan. Pertama, ekspektasi pasar terhadap kandungan dan timing dari pengumuman tersebut. Salah satu faktor penting yang mempengaruhi ekspektasi pasar adalah ketersediaan sumber-sumber informasi

yang bersaing. Umumnya ada ketidakpastian kandungan dan timing dari pengumuman informasi perusahaan. Semakin besar tingkat ketidakpastian, akan semakin besar pula potensi terjadinya revisi terhadap harga-harga sekuritas. Kedua, implikasi pengumuman tersebut terhadap distribusi return sekuritas di masa depan. Semakin besar revisi yang berhubungan dengan aliran kas yang diharapkan, akan semakin besar pula implikasi revaluasi harga sekuritas terhadap pengumuman tersebut. Ketiga, kredibilitas sumber informasi. Semakin kredibel suatu sumber pengumuman informasi akan semakin besar pula implikasi revaluasi terhadap pengumuman informasi itu.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi (*information content*) atau kekuatan untuk menjelaskan (*explanatory power*) perilaku keputusan investor untuk menjual, membeli atau menahan suatu sekuritas ketika suatu pengumuman laba dilakukan. Kandungan informasi atau *explanatory power* tersebut akan terpenuhi atau dimiliki jika investor percaya terhadap relevansi, reliabilitas dan kredibilitas sumber informasi. Merujuk pada hasil riset dan penjelasan tersebut, maka patut diduga bahwa investor bereaksi terhadap pengumuman laba GN (LP dan KL) dan laba BN (LN dan PL) yang diumumkan emiten. Karena itu, hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H1: Investor bereaksi terhadap pengumuman laba good news dan laba bad news emiten.

Hasil telaah penulis terhadap sejumlah hasil riset empiris sebelumnya juga menunjukkan bahwa pengumuman laba (1) berasosiasi erat dengan volatilitas volume perdagangan dan variabilitas return saham, dan (2) memiliki dampak yang signifikan yang dapat mempengaruhi perilaku investor dalam mengestimasi expected values dan risiko return saham, dan juga dalam keputusan investasi lainnya.

Menurut Foster (1986), Dantoh dan Ronen (1993), Beaver (1998) dan Scott (2000), pengumuman LP dapat merupakan "good news" sedangkan pengumu-

man LN dapat menjadi "bad news" bagi investor. Hasil studi Givoly dan Palmon (1982), Kross dan Schroeder (1984), dan Ball dan Kothari (1991) mendokumentasikan bahwa, jika para manajer tidak melaporkan secara rutin net income, atau mereka melaporkan GN lebih awal dan menunda melaporkan laba BN mereka, maka akan muncul beberapa implikasi terhadap return sekuritas perusahaan. Studi Ball dan Brown (1968) yang menguji apakah laba yang dilaporkan lebih besar daripada apa yang pasar harapkan (GN), atau kurang dari apa yang pasar harapkan (BN), dengan jumlah sampel 261 perusahaan yang terdaftar di NYSE selama periode 1957 - 1965 menunjukkan bahwa pasar merespon sangat positif terhadap pengumuman laba GN dan bereaksi negatif terhadap pengumuman BN pada periode pengumuman (*narrow window* bulanan).

Hasil studi Hayn (1995) yang menggunakan data 85.919 perusahaan yang tersedia pada *file Supplementary and Tertiary on Compustat's Primary* selama periode 1962-1990 juga mendokumentasikan bahwa pelaporan LN dianggap investor sebagai temporary dan memiliki asosiasi yang lemah dengan return dibandingkan profits. Hayn melaporkan bahwa pada tahun-tahun dimana perusahaan melaporkan LP, pergerakan harga-harga saham secara signifikan berasosiasi erat dengan laba periode sekarang.

Berdasarkan uraian singkat tersebut, maka pengumuman laba GN dapat dibedakan menjadi dua yaitu: 1) informasi LP dan 2) informasi KL dari periode tahun sebelumnya. Sedangkan pengumuman informasi laba BN juga dibedakan menjadi 1) informasi LN dan informasi PL. Karena itu, hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H_{2a}: Investor bereaksi secara positif dan signifikan terhadap pengumuman laba positif dan kenaikan laba emiten.

H_{2b}: Investor bereaksi secara negatif dan signifikan terhadap pengumuman laba negatif dan penurunan laba emiten.

Untuk menguji apakah investor bereaksi secara berbeda atau tidak terhadap pengumuman laba GN dan pengumuman laba BN, maka patut diduga

investor bereaksi secara berbeda terhadap dua kelompok pengumuman tersebut. Hasil studi Lako (2002a) yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laba (LP dan LN) tahun 1998 - 2000 yang dilakukan emiten LQ45 melaporkan bahwa meskipun nilai AAR pengumuman LP lebih rendah dari AAR pengumuman laba negatif; namun hasil t-test mendokumentasikan tidak ada perbedaan reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman LP dan LN. Dengan kata lain, hasil pengujian tersebut tidak berhasil menolak hipotesis nul. Namun karena periode window yang digunakan cukup panjang (7 hari) dan dalam riset tersebut juga belum memperhitungkan KL (GN) dan PL (BN), maka patut diduga bahwa kesimpulan tersebut belum konklusif.

Berdasarkan argumentasi tersebut dan hasil studi Ball dan Brown (1968) dan Hayn (1995) tersebut di atas, patut diduga bahwa investor bereaksi secara berbeda terhadap pengumuman laba GN dan pengumuman laba BN. Karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H3a: Investor bereaksi secara berbeda terhadap pengumuman informasi laba positif (GN) dengan pengumuman informasi laba negatif (BN).

H3b: Investor bereaksi secara berbeda terhadap pengumuman informasi kenaikan laba (GN) dengan pengumuman informasi penurunan laba (BN)

3. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi riset meliputi seluruh saham biasa yang masuk dalam kelompok Indeks LQ45 BEJ. Menurut Fact Book 2000 (JSX 2000: 51), Indeks LQ45 terdiri atas 45 perusahaan yang dipilih setelah melalui beberapa kriteria pemilihan sehingga akan terdiri dari saham-saham dengan likuiditas (LiQuid) tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar saham tersebut. Untuk dapat masuk dalam pemilihan, suatu saham harus memenuhi kriteria tertentu dan melewati seleksi utama sebagai berikut: 1) masuk dalam ranking top 60 dari total transaksi saham dalam pasar

reguler, 2) perangkingsan didasarkan pada kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir), 3) sudah terdaftar dalam di BEJ minimum 3 bulan terakhir, dan 4) kondisi keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhan, frekuensi dan jumlah transaksi pasar reguler dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler. Pergantian saham dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu setiap awal Pebruari dan Juli. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria lagi, suatu saham akan dikeluarkan dari perhitungan indeks dan digantikan dengan saham lain yang memenuhi kriteria.

Sampel penelitian meliputi seluruh emiten LQ45 yang mengumumkan laba (laporan keuangan tahunan auditan) 1998, 1999 dan 2000 selama Pebruari - Juli 1999, 2000 dan 2001. Berdasarkan kriteria di atas, sampel yang tidak mengumumkan laporan keuangan dan sahamnya tidak aktif diperdagangkan selama periode Pebruari - Juli, serta data labanya tidak lengkap dikeluarkan. Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel yang layak dianalisis dalam riset ini adalah 43, 43 dan 43 sampel untuk pengumuman laba 1998, 1999 dan 2000.

Tanggal publikasi laba diperoleh dari Biro PKP Bapepam. Tanggal publikasi laba dari Biro PKP Bapepam diasumsikan sebagai sumber informasi laba pertama yang resmi dan diketahui investor karena berdasarkan ketentuan Bapepam Tahun 1996, semua perusahaan go public harus menyerahkan terlebih dahulu laporan keuangan kepada Bapepam sebelum diumumkan kepada publik. Dari hasil investigasi penulis, sebagian besar emiten mengumumkan laporan keuangan mereka di media massa pada tanggal penyerahan atau sehari setelah tanggal penyerahan ke Bapepam. Data emiten LQ45 dan return saham harian, serta return pasar (Indeks LQ45) diperoleh dari Pusat Database Pasar Modal PPA UGM. Data laba tahunan emiten diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2001 dan dari <http://www.jsx.co.id>. Dalam penelitian ini laba diasumsikan sebagai proxy dari laporan keuangan.

3.2. Metode Analisa Data

Untuk menguji reaksi investor reaksi investor terhadap pengumuman laba GN dan laba BN emiten LQ45, langkah-langkah yang dilakukan sebagai berikut: *Pertama*, mengelompokkan pengumuman laba dari emiten LQ45 menjadi dua, yaitu 1) pengumuman LP dan LN, dan 2) pengumuman KL dan PL. Pengumuman LP dan KL diklasifikasikan sebagai informasi GN, sedangkan pengumuman LN dan PL diklasifikasikan sebagai informasi BN.

Kedua, menentukan horison waktu periode peristiwa (*event period*) dan periode estimasi (*estimation period*) pengumuman laba. Periode peristiwa adalah 5 hari ($t-2, t.0, t.2$). Berbeda dengan riset sebelumnya (Lako 2002a dan 2002c) yang menggunakan periode peristiwa 7 hari, penentuan periode peristiwa 5 hari ini didasarkan pada asumsi bahwa informasi yang diserap investor sangat banyak dan bervariasi, dan peralihan ke informasi lain begitu cepat sehingga penentuan periode peristiwa yang pendek ini diasumsikan investor masih mempertimbangkan informasi laba dalam keputusan investasi mereka. Selain itu, juga dimaksud untuk mengontrol atau mengeliminasi adanya *extraneous variables* yang ikut mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengumuman laba. Periode estimasi adalah 100 hari ($t-100, 0$).

Ketiga, menghitung koefisien alpha (a_1) dan beta (b_1) menggunakan model *ordinary least square*. Data yang digunakan adalah return saham individual harian dan tingkat return pasar harian (Indeks LQ45). Keempat, menghitung return aktual pasar di sekitar tanggal pengumuman laba dengan menggunakan Indeks LQ45. Kelima, mengestimasi *expected return* dengan menggunakan koefisien a_i dan b_i yang dihitung dengan rumus (Jogiyanto 1998, Jones 2000):

$$E(R_i) = a_i + b_i \cdot E(R_M) \quad (1)$$

Notasi:

$E(R_{i,j})$ = return ekspektasi dari saham ke- i pada periode estimasi ke- j

a_i = intercept untuk saham ke- i

b_i = koefisien slope yang merupakan Beta dari saham ke- i

$E(R_M)$ = tingkat return ekspektasi indeks pasar pada periode estimasi ke- j

Keenam, membandingkan nilai expected return dengan actual return untuk memperoleh abnormal return, dengan rumus berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (2)$$

Notasi:

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham ke-i untuk periode t

$E(R_{i,t})$ = return ekspektasi dari saham ke-i pada periode estimasi ke-j

$R_{i,t}$ = return saham ke-i selama periode t, untuk $t = (-2, 0, +2)$

Ketujuh, menghitung cumulative abnormal return (CAR) dan average abnormal return (AAR). CAR adalah penjumlahan AR dari seluruh sekuritas pada hari ke-t; sedangkan AAR dihitung dengan membagi CAR seluruh sekuritas pada hari ke-t dengan jumlah sekuritas.

Kedelapan, menghitung kesalahan standar estimasi (KSE) dan AR standarisasi, serta signifikansi AAR setiap sekuritas. Untuk mengukur besaran signifikansi AAR selama periode peristiwa, maka digunakan pengujian statistik (t-test). Jogiyanto (2000) menyatakan bahwa pengujian statistik bertujuan untuk melihat signifikansi AR yang ada di periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa AR secara statistik signifikan tidak sama dengan nol (positif untuk "good news" dan negatif untuk "bad news"). Rumus t-test terhadap AR adalah:

$$t = \frac{\beta}{\text{Kesalahan Standar Estimasi}} \quad (3)$$

Notasi:

t = t-test

β = parameter yang akan diuji signifikansinya

Pengujian t-test dilakukan dengan menstandarisasi nilai AR. Perhitungan nilai AR standarisasi dilakukan dengan membagi AR dengan KSE. KSE merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai AR dan dilakukan untuk masing-masing sekuritas. Karena itu, AR standarisasi sekuritas ke-i dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$ARS_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE_i} \quad (4)$$

Notasi:

$ARS_{i,t}$ = abnormal return standarisasi saham ke-i pada hari ke-t di periode peristiwa

$AR_{i,t}$ = abnormal return untuk saham ke-i pada periode ke-t

KSE_i = kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

Untuk menghitung KSE berdasarkan rata-rata return periode estimasi, maka digunakan rumus berikut (Cooper dan Emory 1995):

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} (R_{i,j} - R_j)^2}{T_1 - T_2}} \quad (5)$$

Notasi:

KSE_i = kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

$R_{i,j}$ = return sekuritas ke-i untuk hari ke-j selama periode estimasi

R_j = rata-rata sekuritas ke-i selama periode estimasi

T_1 = jumlah hari di periode estimasi, yaitu dari hari ke-t1 sampai hari ke-t2

Langkah terakhir adalah membandingkan nilai $ARS_{i,t}$ dengan AAR pada hari ke-t untuk melihat level signifikansi reaksi investor.

4. HASIL RISET

4.1. Analisis Data

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan kategori emiten LQ45 yang mengumumkan laba GN dan laba BN sebagai berikut:

1. Untuk kategori pengumuman LP dan LN, hasil analisisnya adalah: (1) dari 43 emiten yang mengumumkan laba 1998, 18 emiten mengumumkan LP dan 25 emiten mengumumkan LN, (2) dari 43 emiten yang mengumumkan laba 1999, 33 emiten mengumumkan LP dan 10 emiten

mengumumkan LN, dan (3) dari 43 emiten yang mengumumkan laba 2000; 33 mengumumkan LP dan 10 mengumumkan LN.

2. Untuk kategori pengumuman KL dan PL, hasilnya adalah: 1) untuk pengumuman laba 1998, 14 emiten mengumumkan KL dan 29 mengumumkan PL, (2) untuk pengumuman laba 1999, 36 emiten mengumumkan KL dan 7 mengumumkan PL, dan (3) untuk pengumuman laba 2000; 20 emiten mengumumkan KL dan 23 mengumumkan PL.

4.2. Pengujian Hipotesis

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, saya menghitung AR, AAR dan CAAR dari pengumuman laba 1998, 1999 dan 2000, dan pengumuman laba GN dan BN. Hasilnya disajikan Tabel 1 (Panel A, B dan C). Berikut interpretasi dan pengujian terhadap hipotesis alternatif.

■ Reaksi investor terhadap pengumuman laba GN dan laba BN

Berdasarkan nilai AAR dan CAAR pada Tabel 1, maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengumuman laba 1998.

Hasil perhitungan AR untuk setiap sekuritas selama periode peristiwa publikasi laba 1998 menunjukkan bahwa investor bereaksi terhadap pengumuman laba GN dan laba BN. Ini tercermin dari sign (+/-) dan magnitude nilai AAR pengumuman LP dan LN, dan pengumuman KL dan PL untuk setiap sekuritas LQ45 selama periode peristiwa pengumuman laba. Secara keseluruhan, dari 43 emiten yang mengumumkan laba 1998 selama periode Februari - Juli 1999, 29 emiten (67,44 %) memiliki AR positif dan 14 emiten (32,56 %) memiliki AR negatif.

Dari Tabel 1 (Panel A) terlihat investor bereaksi positif dan signifikan terhadap semua kategori pengumuman. Tampak bahwa AAR untuk pengumuman laba 1998 signifikan pada level 1 % pada t.-1 dan 10 %- pada t.0 hingga t.2. Dari sisi CAAR, tampak reaksi investor terhadap pengumuman laba 1998 signifikan pada level 10 %.

Tabel 1

Sign dan magnitude AAR Pengumuman Laba Good News dan Laba Bad News 1998-2000 Periode Pengumuman Pebruari - Juli 1999 - 2001

Panel A Pengumuman Laba <i>Good News</i> dan Laba <i>Bad News</i> 1998 Periode Pebruari - Juli 1999					
Time	LP (GN)	LN (BN)	KL (GN)	PL (BN)	CAAR
-2	0.0106	-0.0044	0.0214	0.0008	0.0153
-1	0.0123*	0.0065*	0.0166	0.0083	0.0147
0	0.0221***	0.0187**	0.0246**	0.0003	0.0327
1	0.0354***	0.0498***	0.0251***	0.0547**	0.0261*
2	0.0481***	0.0348***	0.0576***	0.0119	0.0655
CAAR	0.1285***	0.1054***	0.1452***	0.0751**	0.1543***

Panel B: Pengumuman Laba <i>Good News</i> dan Laba <i>Bad News</i> 1999 Periode Pebruari - Juli 2000					
Time	LP (GN)	LN (BN)	KL (GN)	PL (BN)	CAAR
-2	-0.0236	-0.0217	-0.0257	-0.0254	-0.0143
-1	-0.0059***	-0.0018	-0.0172***	-0.0077**	0.0034
0	0.0137***	0.0069**	0.0324**	0.0145***	0.0081
1	-0.0016	-0.0044	0.0074*	-0.0068	0.0252
2	-0.0057	0.0036***	-0.0224	-0.0066	-0.0012
CAAR	-0.0231	-0.0174	-0.0255	-0.0315	0.0211

Panel C: Pengumuman Laba <i>Good News</i> dan Laba <i>Bad News</i> 2000 Periode Pebruari - Juli 2001					
Time	LP (GN)	LN (BN)	KL (GN)	PL (BN)	CAAR
-2	0.0133***	0.0122**	0.0169	0.0286**	0.0113
-1	0.0091**	0.0086**	0.0109	0.0196	0.0151***
0	0.0051	0.0026	0.0135	0.0111	0.0125**
1	0.0013	-0.0046	0.0207**	0.0027*	-0.0074
2	-0.0069	-0.002	-0.0232	-0.0149	-0.0066
CAAR	0.0219***	0.0168***	0.0388***	0.0471***	0.0249***

Keterangan:

- AAR = average abnormal return
- CAAR = cumulative average abnormal return
- LP (GN) = Laba positif (good news)
- LN (BN) = Laba negatif (bad news)
- KL (GN) = Kenaikan laba (good news)
- PL (BN) = Penurunan laba (bad news)
- * = Signifikan pada level 10 % ($t > 1,289$ untuk two tailed test)
- ** = Signifikan pada level 5 % ($t > 1,645$ untuk two tailed test)
- *** = Signifikan pada level 1 % ($t > 2,326$ untuk two tailed test)

Untuk pengumuman LP dan LN, tampak investor juga bereaksi positif dan signifikan terhadap dua kategori pengumuman tersebut. Reaksi investor terhadap pengumuman LP (GN) signifikan pada level 1 % dan 5 % pada t.-1 dan t.0, serta pada level 10 % pada t.1 dan t.2. Investor tampak juga bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman LN (BN) pada t.0 pada level 5 %, dan pada level 10% pada t.1 dan t.2. Dari perspektif CAAR, meskipun magnitude dari AAR-LP (0.1054) lebih rendah dari AAR-LN (0.1452), namun investor bereaksi positif dan signifikan terhadap kedua kategori pengumuman tersebut pada level 10 %. Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi investor yang signifikan antara pengumuman LP dan LN.

Untuk pengumuman KL dan PL, tampak investor juga bereaksi positif dan signifikan terhadap dua kategori pengumuman tersebut. Reaksi investor terhadap pengumuman KL (GN) signifikan pada level 5 % pada t.1; sedangkan reaksi terhadap pengumuman PL (BN) positif dan signifikan pada level 1 %, pada t.1. Dari perspektif CAAR, tampak bahwa magnitude dari AAR-KL (0.0751) lebih rendah dari AAR-PL (0.1543). Hasil t-test juga menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap pengumuman KL adalah positif dan signifikan pada level 5 %, sedangkan untuk pengumuman PL signifikan pada level 10 %. Ini berarti bahwa investor justru lebih bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman PL (BN) daripada pengumuman KL (BN).

Grafik AAR pada Gambar 1 menunjukkan bahwa pada t.0, kecuali grafik AAR-KL (GN) yang mengalami penurunan, semua grafik yang lain mengalami kenaikan. Ini berarti bahwa investor merespon positif terhadap pengumuman LP dan LN serta pengumuman PL. Pada t.1, terlihat bahwa grafik AAR-LP dan AAR-KL mengalami kenaikan yang sangat drastis, sebaliknya grafik AAR-LN (BN) dan AAR-PL (BN) yang pada hari t.0 naik justru mengalami penurunan. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa investor mengoreksi kembali kekeliruan keputusan investasi mereka sehari sebelumnya. Pada t.2, tampaknya pasar kembali ke posisi ekuilibrium yang baru.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan: *Pertama*, investor merespon pengumuman laba GN dan laba BN 1998 yang diumumkan emiten LQ45 dalam periode Pebruari-Juli 1999. Karena itu, pernyataan hipotesis Ha1 dapat diterima. *Kedua*, investor bereaksi secara positif dan signifikan baik terhadap pengumuman LP dan laba LN maupun terhadap pengumuman KL dan PL pada periode peristiwa pengumuman, sehingga pernyataan hipotesis alternatif H2a diterima; sedangkan hipotesis H2b tolak. *Ketiga*, dari perspektif magnitude nilai CAAR, besaran nilai CAAR pengumuman PL dan KL justru lebih kecil dari pengumuman LN dan PL. Dengan kata lain, pasar justru merespon lebih positif pengumuman laba BN daripada pengumuman laba GN. Hasil ini bertentangan dengan teori pasar efisien (EMH) yang menyatakan bahwa pasar akan segera merespon secara positif terhadap pengumuman informasi GN dan merespon secara negatif pengumuman informasi BN. *Keempat*, ada kecenderungan investor merespon secara berkepanjangan terhadap pengumuman laba GN dan laba BN. Hal ini menunjukkan bahwa pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi (*informationally semi-strong form*)³ maupun secara keputusan (*decisionally semi-strong form*).

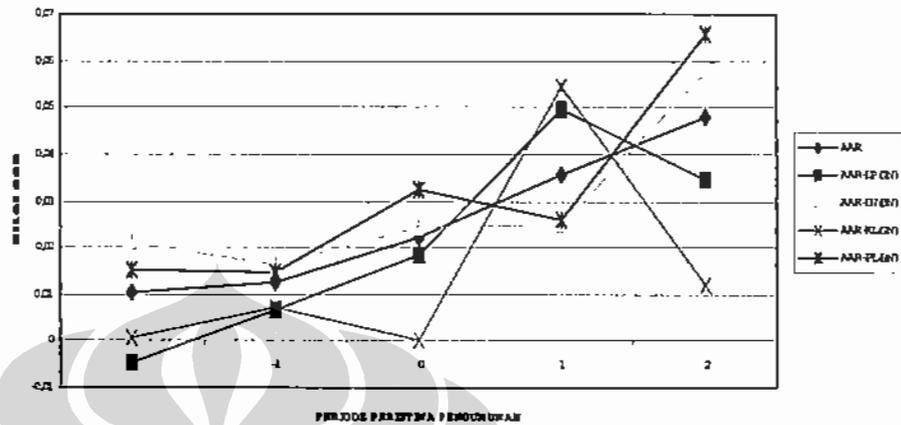
2. Pengumuman Laba 1999

Dari 43 emiten yang mengumumkan laba 1999 selama Pebruari - Juli 2000, tercatat 17 emiten (39,53 %) memiliki AR positif dan 26 emiten (60,47 %) memiliki AR negatif. Hasil perhitungan AAR-LP, AAR-LN, AAR-KL dan AAR PL 1999 tersaji pada Tabel 1 dalam Panel B. Berdasarkan nilai AAR dalam Panel B, terlihat investor merespon terhadap semua kategori pengumuman selama periode peristiwa pengumuman laba.

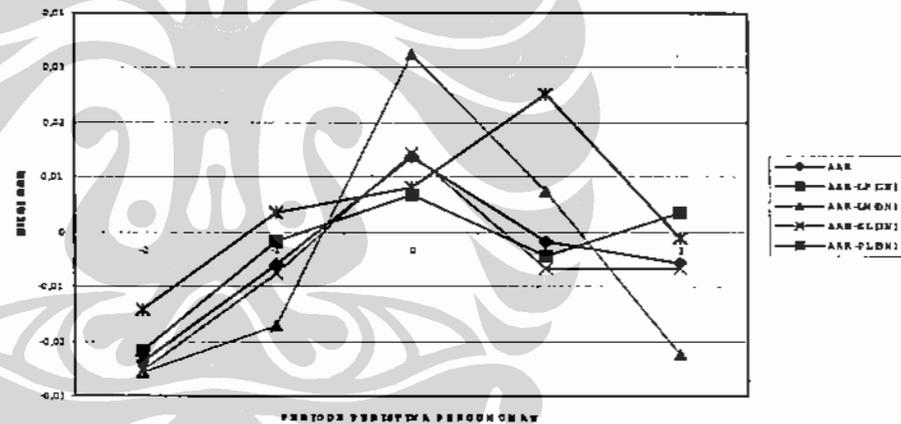
Dari Tabel 1 (Panel B) terlihat bahwa investor, kecuali pada hari t.0, bereaksi negatif terhadap pengumuman laba 1999 selama periode peristiwa pengumuman. Pada hari t.-1, investor bereaksi

3. Menurut Jogiyanto (1998), pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh AR dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada AR, investor harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap AR untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru.

GAMBAR 1. GRAFIK AAR PENGUMUMAN LABA GOOD NEWS DAN LABA BUD 1998



GAMBAR 2. GRAFIK AAR PENGUMUMAN LABA GOOD NEWS DAN LABA BUD NEWS 1999



negatif dan signifikan pada level signifikansi 10 %; sedangkan pada t.0, investor bereaksi positif dan signifikan pada level 10 %.

Dari Panel B juga tampak bahwa investor, kecuali pada hari t.0, cenderung bereaksi negatif terhadap pengumuman LP dan LN. Untuk pengumuman LP (GN), investor bereaksi positif dan signifikan pada hari t.0 dan t.2 pada level 10 %. Sedangkan untuk pengumuman LN (BN), terlihat bahwa pada t.-1 investor bereaksi negatif dan signifikan pada level 10 %; namun pada t.0 dan t.1 tampak investor bereaksi positif dan signifikan

pada level 5 % dan 1 %. Dari perspektif CAAR, tampak nilai CAAR untuk pengumuman LP (BN) dan LN (BN) negatif dan tidak signifikan pada semua level. Dari magnitude CAAR, nilai AAR-LP (-0.0174) lebih besar dari AAR-LN (-0.0255). Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi investor yang signifikan antar pengumuman LP dan LN.

Untuk pengumuman KL dan PL, tampak investor bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman LP (GN) hanya pada t.-1 dan t.0 pada level 5 % dan 10 %; sedangkan investor tampak bereaksi positif tapi tidak signifikan terhadap pengumuman PL (BN) pada hari t.-1, t.0 dan t.1. Dari perspektif CAAR, tampak bahwa magnitude dari AAR-KL (-0.0315) lebih rendah

dari AAR-PL (0.0211). Ini berarti bahwa investor justru merespon pengumuman LN (BN) sebagai GN; sebaliknya merespon pengumuman KL (GN) sebagai BN.

Grafik AAR pada Gambar 2 memperlihatkan bahwa semua kategori grafik AAR menunjukkan tren kenaikan yang tajam pada hari ke t.-1 dan t.0. Kenaikan yang sangat drastis pada t.0 terjadi pada pengumuman LN (BN). Ini berarti bahwa investor merespon positif terhadap pengumuman laba GN maupun laba BN pada periode sehari sebelum dan selama hari pengumuman laba. Pada t.1, kecuali untuk grafik AAR-PL(BN) yang terus meningkat, semua grafik yang lain mengalami penurunan atau kembali ke posisi ekuilibrium yang baru.

Secara umum dapat disimpulkan bahwa: *Pertama*, investor bereaksi terhadap pengumuman laba GN dan laba BN selama periode peristiwa pengumuman laba 1999, sehingga pernyataan hipotesis alternatif H1 diterima. *Kedua*, investor cenderung merespon positif dan signifikan baik terhadap pengumuman laba GN (LP dan KL) maupun terhadap laba BN (LN dan PL) pada tanggal pengumuman laba. Karena itu, pernyataan hipotesis H2a diterima; sedangkan hipotesis H2b ditolak. *Ketiga*, investor bereaksi secara cepat dan tidak berkepanjangan untuk menyerap informasi publikasi laba. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar BEJ (diwakili Indeks LQ45) sudah efisien

bentuk setengah kuat secara informasi maupun secara keputusan.

3. Pengumuman laba 2000.

Hasil perhitungan AR untuk setiap sekuritas selama periode peristiwa publikasi laba 2000 menunjukkan investor bereaksi terhadap pengumuman laba GN dan laba BN. Ini tercermin dari nilai AR (+/-) untuk setiap emiten selama periode peristiwa publikasi laba. Dari 43 emiten, 25 emiten (58,14%) memiliki AR positif dan 18 emiten (41,86%) memiliki AR negatif.

Dari Tabel 1 (Panel C) terlihat bahwa investor, kecuali pada hari t.2, cenderung bereaksi positif terhadap pengumuman laba 2000. Pada hari t.-2 dan t.-1, investor bereaksi positif dan signifikan pada level 5% dan 10%. Dari perspektif CAAR, terlihat nilai CAAR untuk pengumuman laba 2000 positif dan signifikan pada level 10%.

Panel C juga menunjukkan bahwa investor cenderung bereaksi positif terhadap pengumuman LP pada t.-2 hingga t.0, dan pada t.-2 hingga t.1 untuk pengumuman LN. Untuk pengumuman LP (GN), investor bereaksi positif dan signifikan pada hari t.-2 dan t.-1 pada level 5%; sedangkan untuk pengumuman LN (BN), terlihat bahwa investor bereaksi positif dan signifikan pada level 5% hanya pada t.1. Dari perspektif CAAR, tampak nilai CAAR untuk pengumuman LP(GN) dan LN(BN) positif dan signifikan

pada level 10%. Namun dari magnitude CAAR, terlihat besaran AAR-LP (0.0168) lebih kecil daripada AAR-LN (0.0388). Ini berarti bahwa respon investor terhadap pengumuman LN lebih positif dibandingkan dengan respon terhadap pengumuman LP.

Untuk pengumuman KL dan PL, tampak investor bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman KL (GN) hanya pada t.-2 dan t.1 pada level 5% dan 1%; sedangkan respon investor terhadap pengumuman PL (BN) positif dan signifikan pada hari t.-1, t.0 pada level 10% dan 5%. Dari perspektif CAAR, tampak magnitude dari AAR-PL (0.0471) lebih rendah dari AAR-PL (0.0249); meskipun keduanya sama-sama signifikan pada level 10%.

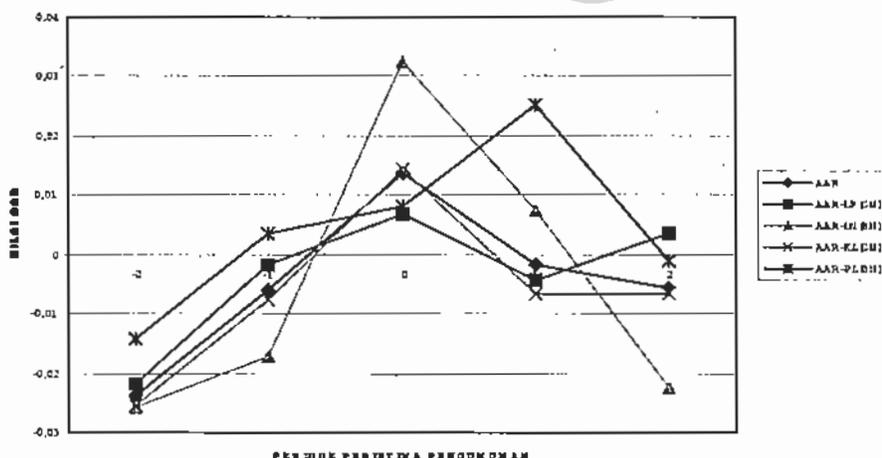
Grafik AAR pada Gambar 3 menunjukkan bahwa, kecuali grafik AAR-LN(BN) yang justru naik pada t.0 dan t.1, semua grafik AAR lainnya cenderung mengalami penurunan secara simultan selama periode peristiwa pengumuman laba 2000. Hal ini menunjukkan bahwa respon investor terhadap pengumuman laba GN dan laba BN 2000 (kecuali pengumuman LN) cenderung negatif.

Secara umum dapat disimpulkan sebagai berikut: *Pertama*, investor bereaksi terhadap pengumuman laba GN dan laba BN 2000, sehingga pernyataan hipotesis alternatif H1 diterima. *Kedua*, investor cenderung merespon negatif dan signifikan baik terhadap pengumuman laba GN selama periode peristiwa pengumuman laba, sehingga pernyataan hipotesis H2a ditolak. Untuk pengumuman laba BN, tampak investor bereaksi negatif terhadap pengumuman PL (BN) namun justru bereaksi positif terhadap pengumuman LN (BN). Karena itu, pernyataan hipotesis H2b ditolak. *Ketiga*, investor bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi publikasi laba. Hal ini menunjukkan bahwa pasar BEJ belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi maupun secara keputusan.

■ Signifikansi perbedaan reaksi investor

Untuk menguji apakah terdapat perbedaan reaksi investor terhadap pengumuman laba GN dan laba BN 1998,

GAMBAR 2: GRAFIK AAR PENGUMUMAN LABA GOOD NEWS DAN LABA BAD NEWS 1999



1999 dan 2000, penulis menggunakan pengujian t-test (Paired Samples Test) dengan level of significance (α) = 5%. Hasil pengujian dilaporkan dalam Tabel 2.

Berdasarkan hasil t-test yang dilaporkan dalam Tabel 2, maka dapat dijelaskan sebagai berikut. *Pertama*, hasil t-test untuk menentukan apakah investor bereaksi secara berbeda terhadap pengumuman informasi LP (GN) dengan informasi LN (BN) menunjukkan nilai untuk AAR LP-GN versus

AAR LN-BN 1998, 1999 dan 2000 adalah sebesar -0,884, 0,175 dan -0,583; sedangkan nilai Sig. 2-tailed-nya masing-masing adalah 0,427, 0,869 dan 0,591. Bila nilai t-test dibandingkan dengan nilai t-tabel sebesar 2,306 ($t_{\alpha/2, 6}$), maka semua nilai t-test < nilai t-tabel. Demikian pula bila nilai sig. t-test (2-tailed) dibandingkan dengan nilai $\alpha = 5\%$, maka nilai $\alpha <$ Sig. t-test. Karena itu, pernyataan hipotesis H3a ditolak. Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi investor yang signifikan terhadap pengumuman informasi LP (GN) dan pengumuman informasi LN (BN).

Kedua, hasil t-test untuk menguji apakah investor bereaksi secara berbeda terhadap pengumuman informasi KL (GN) dengan pengumuman informasi PL (BN) menunjukkan nilai t-test untuk AAR KL-GN versus AAR PL-BN 1998, 1999 dan 2000 adalah -1,157, -1,710, dan 1,001; sedangkan nilai sig. 2-tailed-nya masing-masing adalah 0,311, 0,162 dan 0,374. Bila dibandingkan dengan nilai t-tabel, maka semua nilai t-test lebih kecil dari nilai t-tabel. Demikian pula semua nilai Sig. t-test (2-tailed) lebih besar dari nilai α (5%). Karena itu, pernyataan hipotesis H3b ditolak. Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi investor yang signifikan terhadap pengumuman informasi KL (GN) dan pengumuman informasi PL (BN).

KESIMPULAN, DISKUSI DAN KETERBATASAN

Riset ini bertujuan untuk menguji reaksi investor terhadap pengumuman

Tabel 2
Uji beda signifikansi reaksi investor terhadap pengumuman laba GN dan laba BN 1998, 1999 dan 2000 Emiten LQ45

	df	t-test	Sig. (2-tailed)	df	t-test	Sig. (2-tailed)	df	t-test	Sig. (2-tailed)
AAR Laba positif (LP-GN) vs AAR laba negatif (LN-BN)	4	-0.884*	0.427**	4	0.175*	0.869**	4	-0.583*	0.591**
AAR Kenaikan laba (KL-GN) vs AAR penurunan laba (PL-BN)	4	-1.157*	0.311**	4	-1.710*	0.162**	4	1.001*	0.374**

Keterangan:

1. Pengujian menggunakan t-test Paired Samples Test dengan level of significance (α) = 0.05

2. Nilai t-tabel untuk AAR Laba tahun 1998, 1999 dan 2000 adalah 2,306 (two tailed test dengan $n_1+n_2-2=8$ df)

* Nilai t-test < nilai t-tabel, sehingga hipotesis alternatif H_{1a} dan H_{1b} ditolak.

** Nilai Sig. (2-tailed) > 0.05, sehingga pernyataan hipotesis H_{0a} dan H_{0b} ditolak.

laba GN dan laba BN 1998, 1999 dan 2000 dari emiten LQ45. Pengumuman laba GN terdiri atas pengumuman LP dan KL; sedangkan pengumuman laba BN meliputi pengumuman LN dan PL.

Hasil riset ini membukukan bahwa: *Pertama*, investor bereaksi terhadap pengumuman laba GN dan laba BN. Bukti empiris ini mendukung sejumlah temuan empiris sebelumnya (Ball dan Brown 1968, Beaver 1968, Beaver et al. 1979, Morse 1981, Kross dan Schroeder 1984, Defeo 1986, Bamber 1986 dan 1994, Ball dan Kothari 1991, Lev 1989, Potter 1992, Patell dan Wolfson 1981, Beza 1997, Hanafi 1997, Purba 1997, Sadikin 2000, Lako 2002a dan 2002c) bahwa pengumuman laba memiliki *information content dan explanatory power*.

Kedua, investor bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman laba GN dan laba BN 1998, sehingga pernyataan hipotesis H2a diterima dan hipotesis H2b ditolak. Untuk pengumuman laba 2000, tampak investor bereaksi negatif terhadap pengumuman laba GN dan laba BN (kecuali LN) sehingga hipotesis H2a dan H2b ditolak. Hasil empiris ini kontradiksi dengan sejumlah hasil riset sebelumnya (Ball dan Brown 1968, Foster 1977, dan Hayn 1995) bahwa pengumuman informasi laba GN direpson lebih positif dibandingkan dengan pengumuman informasi laba BN. Namun, temuan ini mendukung temuan Lako (2002a dan 2002c) bahwa pengumuman LN direaksi pasar sebagai GN sedangkan pengumuman LP direaksi sebagai BN.

Ketiga, tidak ada perbedaan reaksi investor yang signifikan baik terhadap pengumuman informasi LP vs informasi LN, maupun terhadap pengumuman informasi KL vs informasi PL. Temuan ini bertentangan dengan teori pasar efisien yang menyatakan bahwa pasar akan bereaksi secara positif dan signifikan terhadap pengumuman informasi GN; sebaliknya akan bereaksi negatif dan signifikan terhadap informasi BN.

Keempat, untuk publikasi laba 1998 dan 2000, tampaknya investor bereaksi lamban dan berkepanjangan untuk menyerap informasi pengumuman laba GN dan laba BN. Hal ini menunjukkan bahwa pasar BEJ (yang diwakili oleh investor emiten LQ45) belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi maupun secara keputusan. Untuk pengumuman laba 1999, tampaknya pasar bereaksi cepat dan tidak berkepanjangan untuk menyerap informasi pengumuman laba GN dan laba BN. Hal ini menunjukkan pasar efisien bentuk setengah kuat secara informasi maupun secara keputusan.

Secara keseluruhan, temuan riset ini mengindikasikan ada dua anomali pasar (*market anomaly*). Anomali pertama adalah investor justru bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman informasi laba BN, dan bahkan magnitude AAR-nya lebih besar dari pengumuman laba GN. Anomali kedua adalah tidak ada perbedaan reaksi investor terhadap pengumuman informasi laba GN dan laba BN. Dalam teori pasar efisien, investor seharusnya

bereaksi negatif terhadap pengumuman laba BN dan bereaksi secara berbeda antara pengumuman laba GN dengan pengumuman laba BN.

Penjelasan yang dapat diberikan berkenaan dengan anomali tersebut adalah: *Pertama*, para investor emiten LQ45 adalah naïve investors, yaitu dalam mengambil keputusan investasi mereka lebih mengandalkan pada intuisi atau mengikuti pola portofolio tertentu, bukan berdasarkan pada analisis fundamental kinerja laporan keuangan atau laba emiten yang dilaporkan. *Kedua*, selama periode pengumuman laba 1998 - 2000 dalam periode Februari - Juli 1999 - 2001 kondisi makro pasar modal Indonesia (BEJ) lebih banyak dipengaruhi oleh peristiwa gonjang-ganjing politik, ekonomi makro, sosial, politik dan keamanan dalam negeri. Kondisi tersebut diduga memiliki pengaruh yang besar terhadap perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi sehingga investor tidak mencerna informasi baru (laba) yang dinilai sebagai "good news" atau "bad news".

Keterbatasan utama dalam riset ini adalah pemilihan populasi dan sampelnya hanya mencakup perusahaan-perusahaan *go public* kelompok LQ45. Pemilihan populasi dan penentuan sampel ini mungkin dianggap kurang mewakili keseluruhan emiten yang terdaftar di BEJ yang berjumlah sekitar 290-an emiten. Karena itu, populasi dan sampel untuk penelitian selanjutnya disarankan mencakup keseluruhan emiten di BEJ sehingga kesimpulan tentang reaksi investor terhadap pengumuman laba GN dan BN lebih komprehensif. Kedua, riset ini hanya memfokuskan pada reaksi investor terhadap pengumuman LP dan LN serta KL dan PL 1998, 1999 dan 2000. Variabel-variabel spesifik laporan keuangan lainnya seperti perubahan *earning per share* dan perubahan *cash flow per lembar saham*, dan faktor-faktor spesifik perusahaan seperti *size*, *growth* dan *risk* belum dimasukkan dalam desain penelitian. Karena itu, penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan variabel-variabel dan faktor-faktor tersebut. **U**

Daftar Pustaka

- Ball, R. dan P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. Vol. 6. Hlm 159-178
- Bamber, L.S. 1986. The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach. *Journal of Accounting Research*. (Spring, Vol.24). Hlm 41-56
- Beaver, W.H. 1968. The Information Content of Annual Earning Announcements. *Journal of Accounting Research*. Vol. 6. No.2. Hlm 67-1000
- Beaver, W.H., R. Clarke dan W. Wright. 1979. The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*. (Autumn) Hlm. 316-340
- Beza, B. 1997. The Information Content of Annual Earning Announcement: A Trading Volume Approach. Tesis S2. Pascasarjana Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta
- Chambers, A.E. dan S.H. Penman. 1984. Timeliness of Reporting and Stock Price Reaction to Earning Announcements. *Journal of Accounting Research*. Vol. 22. No. 1. Hlm 21-47
- Cooper, D.R. dan C.W. Emory. 1995. *Business Research Methods*. 5th Ed. Richard D. Irwin. Inc.,
- Daley, L.A, J.S. Hughes dan J.D. Rayburn. 1995. The Impact of Earnings Announcements on the Permanent Price Effects of the Block Trades. *Journal of Accounting Research*. (Autumn, Vol.32). hlm. 317-334
- Deleo, V.J. 1986. An Empirical Investigation of the Speed of the Market Reaction to Earning Announcements. *Journal of Accounting Research*. (Autumn, Vol.24). Hlm.349-363
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1978. Statement of Financial Accounting Concepts No.1. Financial Accounting Standards Board.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1980. Statement of Financial Accounting Concepts No.2. Financial Accounting Standards Board
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1984. Statement of Financial Accounting Concepts No.5. Financial Accounting Standards Board.
- Foster, G., 1977. Accounting Earnings and Stock Prices of Insurance Companies. *The Accounting Review*. October. Hlm. 686-698
- _____. 1986. *Financial Statement Analysis*. 2nd Edition. Prentice-Hall. Englewood Cliffs.
- Hanafi, M. 1997. Informasi Laporan Keuangan: Studi Kasus Pada Emiten BEJ. KELOLA, No.16/VI/1997. Hlm. 75-100.
- Haskins, M.E, K.R. Ferris dan T.I. Selling. 1996. *International Financial Reporting and Analysts: A Contextual Emphasis*. Richard D. Irwin Chicago
- IAL. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Jogiyanto H.M. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Pertama. BPFE. Yogyakarta
- Jurnal Pasar Modal Indonesia. 1997. Indeks LQ 45 dan Tantangan Bagi Emiten. No. 2/VIII. Februari. Hlm. 10-13
- Kross, W. dan D.A. Schroeder. 1984. An Empirical Investigation of the Effect of Quarterly Earnings Announcements on Stock Returns. *Journal of Accounting Research*. Vol. 22. No.1. Hlm 153-176
- Lako, A. 2002a. Reaksi Pasar terhadap Publikasi Laba Emiten. *Bank & Manajemen*. No. 64. (Januari-Februari). Hlm. 45-51.
- _____. 2002b. Market Reaction to Financial Statement Announcements with and without Confounding Effects; An Empirical Evidence from the Jakarta Stock Exchange. Makalah disajikan dalam "Simposium Nasional Dwi Tahunan Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi (JR-AME) STIE "YO" Yogyakarta, 6 April 2002
- _____. 2002c. Telaah atas Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Laba dan Kontribusi "Market Based Research" Kandungan Informasi Pengumuman Laba. KOMPAK. (Mei). Hlm. 200-220. STIE "YO" Yogyakarta.
- _____. 2002d. Market Reaction to Earnings Announcements with and without Confounding Effects; An Empirical Evidence from the Jakarta Stock Exchange. Dalam *The 5th Indonesian Conference on Accounting*. (Editor: A. Chariri dan M. Syafruddin). The Indonesian Institute of Accountants - Accountant Educators Compartment. Hlm 96 -109.
- Morse, D. 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination. *Journal of Accounting Research*. (Autumn, Vol. 19). 374-383.
- Pattel, J. dan M. Wolfson. 1982. Good News, Bad News, and the Timing of Corporate Disclosure. *The Accounting Review*. (July). Hlm 509-527
- Porter, G. 1992. Accounting Earnings Announcement, Institutional Investors Concentration and Common Stock Returns. *Journal of Accounting Research*. Vol 30. No. 1. 145-155.
- Purba, E.M. 1997. *Return Harga Saham di Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan*. Tesis S-2. Tidak Diterbitkan. Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Radebaugh, L.H. dan S.J. Gray. 1997. *International Accounting and Multinational Enterprises*. Fourth Ed. John Wiley & Sons.
- Sedikin, D.S. (2000). *Pengaruh Publikasi Laporan Keuangan Terhadap Harga dan Volume Perdagangan Saham di BEJ Tahun 1997*. Tesis S2. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta
- Sudagaran, S.M. 2001. *International Accounting: A User Perspective*. South-Western College Publishing.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Ed., Prentice - Hall International, Inc.
- Watts, R.L. dan J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. Englewood. New Jersey.