

Analisis Reaksi Pasar Modal Indonesia atas Publikasi Laporan Keuangan Tahunan Emiten

Analysis of Indonesian Capital Market Reaction on Publication of Annual Financial Statements

Lintang Puspa Risa dan Christiyaningsih Budiwati

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret
lintangprisa@gmail.com

ABSTRACT

Investors can use a lot of available informations as a consideration to make investment decisions. The financial statement is one of those informations which contains a summary of the company's financial performance. The aim of this study is to investigate market reaction to the publication of financial statements based on new regulation of Financial Services Authority that applied to financial statements starting from fiscal year 2016. The research sample consist of 42 LQ-45 category stocks listed in Indonesia Stock Exchange. T-test used to test the hypothesis. This test shows there is market reaction that occurs due to significant and positive cumulative abnormal return on 5th day after the publication of financial statements.

Keyword: *financial statements, market reaction, cumulative abnormal return*

PENDAHULUAN

Saat ini iklim pasar modal yang ada di Indonesia semakin berkembang dengan baik. Kustodian Sentral Efek Indonesia (2017) per 20 Desember 2017 mencatatkan jumlah investor pasar modal Indonesia yang dilihat dari jumlah *Single Investor Identification* atau SID adalah sebesar 1.118.913 atau meningkat sebesar 25,24% dibandingkan dengan November 2016. Kenaikan ini tentu menjadi sinyal bahwa pasar modal Indonesia menjadi salah satu komponen yang berperan penting dalam menyokong pertumbuhan perekonomian Indonesia.

Jogiyanto (2013) mendefinisikan pasar modal sebagai sarana peningkatan kebutuhan perusahaan dalam menghimpun dana yang dapat dilakukan dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi dengan masyarakat sebagai pihak pengalokasi dana. Dengan demikian, timbul hubungan timbal balik antara masyarakat sebagai investor dan perusahaan dengan harapan masyarakat akan mendapatkan imbal hasil atas investasi yang dilakukannya. Dalam berinvestasi, para investor akan memperhatikan beberapa hal baik yang berkaitan dengan perusahaan secara langsung ataupun tidak sebelum mengalokasikan dananya ke dalam perusahaan tersebut. Informasi-informasi yang ada menjadi suatu kebutuhan penting bagi investor untuk dapat digunakan sebagai masukan dan pertimbangan sebelum mengambil keputusan investasi (Jogiyanto, 2013).

Setiap informasi yang tersedia belum tentu memiliki kandungan informasi seperti yang dibutuhkan oleh investor. Informasi dikatakan memiliki nilai manfaat bagi investor apabila dengan adanya informasi tersebut investor akan bereaksi untuk melakukan transaksi di pasar modal. Transaksi tersebut dapat menyebabkan naik turunnya harga sekuritas di pasar modal sehingga terbentuk perubahan harga. Adanya suatu selisih dari

perubahan harga kemudian disebut sebagai imbal hasil atau *return*. Apabila imbal hasil nyata yang didapat oleh investor jumlahnya ternyata lebih besar ataupun lebih kecil dari yang diharapkan, maka imbal hasil atau *return* ini disebut sebagai *return* tak normal (*abnormal return*). *Return* tak normal atau *abnormal return* ini bisa menjadi salah satu indikator dalam melihat reaksi pasar atas suatu informasi dan bagaimana keadaan pasar saat ini.

Dari sekian banyak informasi yang dapat berpengaruh pada pasar, penelitian ini berfokus pada informasi yang dihasilkan dari publikasi laporan keuangan. Informasi yang memuat rangkuman kinerja keuangan perusahaan terkandung di dalam laporan keuangan dan publikasinya merupakan saat yang dinantikan oleh investor untuk dapat mengetahui perkembangan perusahaan (Fahmi, 2011). Dengan demikian, publikasi laporan keuangan merupakan informasi penting bagi investor sebagai salah satu pertimbangan apakah akan menjual saham yang dimilikinya atau membeli saham yang baru. Hal ini juga dapat dilihat dari beberapa penelitian sebelumnya seperti Ball dan Brown (1968), Beaver (1968) dan Morse (1981).

Dianto dan Njo (2013) melakukan penelitian untuk memberikan bukti apakah ada reaksi dari investor atas publikasi laporan keuangan yang terjadi di Indonesia. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar dengan dilihat dari nilai *abnormal return* yang signifikan untuk kelompok *large cap* dan *mid cap* di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Penelitian tersebut mendukung Husnan, Hanafi dan Wibowo (1996) yang menyatakan bahwa publikasi laporan keuangan diterima kuat oleh publik yang tercermin lewat perubahan harga saham maupun *volume* perdagangan. Namun, hasil berbeda diperoleh Martias (2011) serta Vahini dan Putra (2015) yang menyatakan bahwa tidak ada reaksi investor dengan adanya publikasi laporan keuangan.

Studi peristiwa atau *event study* digunakan dalam penelitian ini dengan maksud untuk mengetahui reaksi atau respon pasar atas laporan keuangan pada tahun buku 2016 yang dipublikasikan pada tahun 2017. *Event study* tahun 2017 dipilih karena Otoritas Jasa Keuangan (OJK) selaku lembaga negara pengganti tugas dan wewenang dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) telah memberlakukan aturan baru terkait dengan laporan keuangan emiten yang tercantum dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 29 /POJK.04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik yang berlaku untuk laporan keuangan dimulai dari tahun buku 2016 yang penyampaian dilakukan pada tahun 2017.

POJK Nomor 29 /POJK.04/2016 pasal 7 ayat 1 dan 2 menyatakan bahwa penyampaian laporan tahunan emiten wajib dilakukan kepada Otoritas Jasa Keuangan paling lambat akhir bulan keempat atau 120 hari setelah tahun buku berakhir serta disampaikan pada tanggal yang sama dengan tersedianya laporan tahunan bagi pemegang saham. Dengan adanya aturan ini, laporan keuangan yang telah dipublikasikan diharapkan menjadi salah satu sumber yang informasinya dapat dimanfaatkan untuk membuat keputusan investasi dengan lebih baik.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris apakah publikasi laporan keuangan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan yang dilakukan oleh investor. Hal ini dapat dilihat dari adanya *return* tak normal melalui salah satu varian *abnormal return* yaitu *cumulative abnormal return* yang muncul di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Periode jendela yang digunakan adalah 11 hari yaitu lima hari sebelum, pada saat dan lima hari setelah publikasi laporan keuangan dilakukan. Dari periode jendela yang pendek tersebut maka dapat dilihat apakah investor dapat bereaksi

dengan cepat.

LANDASAN TEORI

Teori Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Setiap harinya terdapat banyak informasi yang mengalir masuk ke dalam pasar modal. Informasi-informasi tersebut secara langsung dapat mempengaruhi harga saham pada saat itu juga apabila relevan sebagai komponen penilaian saham. Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis*, pasar disebut efisien apabila muncul reaksi yang cepat dari pasar atas suatu informasi yang direfleksikan dengan tercapainya harga keseimbangan yang baru.

Pasar efisien ini oleh Fama (1970) dibagi menjadi tiga bagian berdasarkan atas tingkatan penyerapan informasi. Tiga bagian tersebut adalah bentuk lemah, semi kuat dan kuat. Bentuk lemah terjadi apabila harga saat ini hanya refleksi dari harga historis sekuritas tersebut, bentuk semi kuat terjadi apabila harga saat ini merefleksikan informasi yang tersedia bagi pasar sedangkan bentuk kuat terjadi apabila harga saat ini merefleksikan segala informasi baik yang tersedia di pasar maupun tidak.

Jika pasar berada dalam kondisi pasar efisien bentuk kuat, tidak ada satu orangpun yang akan mendapatkan imbal hasil yang lebih besar dari yang diterima oleh pasar meskipun ia telah memiliki informasi penting tertentu seperti yang berkaitan dengan internal perusahaan ataupun prospek kedepan dari suatu perusahaan. Namun, perolehan imbal hasil yang lebih besar dari pasar masih dimungkinkan terjadi apabila pasar berada dalam kondisi efisien bentuk setengah kuat ataupun bentuk lemah.

Event Study

Studi peristiwa atau *event study* didefinisikan oleh Jogiyanto (2013) sebagai studi yang mempelajari dampak dari adanya suatu informasi yang diumumkan, apakah itu menyebabkan reaksi pasar atau tidak. Bentuk pasar efisien setengah kuat serta bagaimana kandungan informasi atas suatu informasi dapat secara sekaligus dilihat dengan *event study* tersebut. Apabila pengumuman mengandung informasi, pasar bisa saja merespon secara cepat pada waktu pengumuman tersebut telah sampai pada pasar. Harga dapat sewaktu-waktu berubah dan perubahan tersebut menunjukkan adanya reaksi pasar yang terjadi. Hal ini kemudian dapat diukur menggunakan nilai *abnormal return* sebagai indikator perubahan harga.

Jogiyanto (2013) menjelaskan harga dari sekuritas dapat dipengaruhi oleh berbagai macam pengumuman, diantaranya pengumuman yang berkaitan dengan pemerintah seperti diterbitkannya kebijakan baru, pengumuman peramalan perusahaan, pengumuman dividen, pengumuman pendanaan, ataupun pengumuman yang berhubungan dengan laba. Informasi-informasi akuntansi yang terkandung dalam laporan keuangan menjadi salah satu media yang banyak digunakan investor untuk mengetahui kinerja dan perkembangan perusahaan.

Laporan Keuangan

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) 1 dalam Standar Akuntansi Keuangan (efektif per 1 Januari 2017) tentang Penyajian Laporan Keuangan menyatakan bahwa laporan keuangan dibuat oleh perusahaan dengan tujuan untuk menyampaikan informasi-informasi sehubungan dengan posisi keuangan, kinerja perusahaan dalam hal keuangan, dan arus kas perusahaan yang diharapkan dapat mempunyai nilai manfaat untuk sebagian besar penggunaannya dalam pembuatan keputusan ekonomik. Dengan demikian, laporan keuangan merupakan alat komunikasi oleh manajemen sebagai pihak

internal dan pemangku kepentingan sebagai pihak eksternal untuk menunjukkan pertanggungjawaban atas penggunaan sumber daya yang dipercayakan pada perusahaan.

Ikatan Akuntan Indonesia (2017) menyebutkan informasi dalam laporan keuangan entitas atau yang lebih disebut dengan informasi keuangan harus terlebih dahulu diidentifikasi jenis informasinya agar dapat berguna dalam pembuatan keputusan mengenai entitas tersebut. Dalam hal ini, karakteristik kualitatif diperlukan untuk memenuhi tujuan tersebut. Informasi keuangan dapat disebut memiliki nilai guna apabila relevan dan telah merepresentasikan secara tepat apa yang sebenarnya terjadi. Informasi keuangan dapat ditingkatkan kegunaannya apabila informasi tersebut dapat diperbandingkan, dapat diverifikasi kebenarannya, tepat waktu dan dapat dipahami oleh semua penggunaannya.

Return Saham, Abnormal Return dan Cumulative Abnormal Return

Investor akan selalu mengharapkan adanya suatu *feedback* dari perusahaan atas kegiatan investasi yang dilakukannya. *Feedback* atau pengembalian dalam dunia investasi dikenal dengan istilah *return*. *Return* yang diperoleh dari hasil investasi ini diklasifikasikan menjadi dua oleh Jogiyanto (2013) sebagai *return* realisasi (*realized return*) dan ekspektasi (*expected return*). *Return* yang telah terjadi merupakan *return* realisasi, sedangkan *return* yang masih terus diharapkan dapat diperoleh oleh investor di masa yang akan datang merupakan *return* ekspektasi.

Pada dasarnya komponen *return* realisasi terdiri atas *capital gain (loss)* dan dividen. Perubahan harga dari sekuritas menyebabkan suatu selisih yang dapat berupa keuntungan maupun kerugian. Selisih yang dialami oleh pemegang saham inilah yang disebut sebagai *capital gain (loss)*. Disamping itu, setiap perusahaan yang memperoleh laba akan mendistribusikan kepada para investor hanya pada periode tertentu dan pendapatan inilah yang kemudian disebut sebagai dividen. Adapun *return* yang lain, yaitu *return* ekspektasi, dapat diukur dengan menggunakan estimasi nilai dari sekuritas itu sendiri maupun dari pasar.

Dalam kenyataannya, *return* realisasi dan *return* ekspektasi ini kadang tidak sesuai atau dengan kata lain tidak sama jumlahnya. Ini tentu akan menghasilkan selisih yang lebih dikenal dengan istilah *return* tak normal (*abnormal return*). Selisih *return* akan positif apabila *return* yang diperoleh jumlahnya di atas *return* yang diharapkan. Begitu juga apabila *return* yang diperoleh di bawah dari jumlah *return* yang diharapkan maka *return* akan bernilai negatif. Untuk dapat melihat pengaruh kumulatif atas suatu peristiwa yang memiliki tanggal pengumuman berbeda-beda, *abnormal return* akan diakumulasi setiap harinya untuk tiap-tiap sekuritas. *Abnormal return* yang demikian disebut dengan *Cumulative Abnormal Return*. *Abnormal return* dan *Cumulative Abnormal Return* ini sering digunakan dalam studi peristiwa sebagai ukuran atau indikator dalam melihat bagaimana respon pasar atas pengumuman suatu informasi.

Penelitian Terdahulu

Ball dan Brown (1968) melakukan penelitian pertama yang mempelajari reaksi pasar atas adanya informasi akuntansi dan menyimpulkan bahwa ada hubungan statistik antara laba perusahaan dengan harga saham sebagai cerminan nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian tersebut, Beaver (1968) dan Morse (1981) juga mendapatkan bukti bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi yang berpengaruh signifikan pada perubahan harga dan perubahan volume perdagangan saham di sekitar waktu laporan keuangan diumumkan.

Husnan, Hanafi dan Wibowo (1996) mengembangkan sebuah penelitian dan menyimpulkan bahwa publikasi laporan keuangan perusahaan publik oleh pelaku pasar dipercaya sebagai suatu hal yang penting dan diterima kuat oleh publik. Penelitian terkini dari Dianto dan Njo (2013) juga membuktikan bahwa ada *abnormal return* yang signifikan pada saham pada kelompok *large capital* dan *middle capital* di sekitar tanggal laporan keuangan. Dengan demikian, laporan keuangan dapat diyakini sebagai berita yang informatif karena mampu mengubah keyakinan investor dalam berinvestasi yang terlihat dari perubahan harga saham maupun volume perdagangan.

Hipotesis

Berdasarkan kajian teori dan hasil penelitian yang telah ada, maka hipotesis pada penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

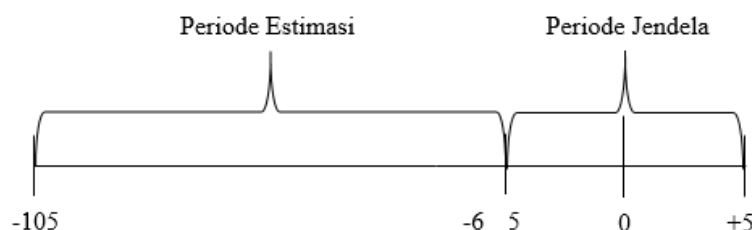
H_0 : Tidak terdapat reaksi pasar yang dilihat dari *cumulative abnormal return* di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan.

H_a : Terdapat reaksi pasar yang dilihat dari *cumulative abnormal return* di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan.

METODE PENELITIAN

Data sekunder merupakan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini. Data mencakup tanggal publikasi laporan keuangan per 31 Desember 2016 yang didapat dari *Indonesian Capital Market Electronic Library* (ICAMEL) dan data harga saham berupa harga penutupan yang diambil dari *Indonesian Stock Exchange* dan *Yahoo Finance*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang masuk Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan laporan keuangannya di tahun 2017. Indeks LQ-45 dipilih karena indeks tersebut mewakili perusahaan yang aktif diperdagangkan dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar terbesar dalam pasar regular.

Sampel penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria pemilihan sampel adalah perusahaan yang masuk dalam indeks LQ-45 pada periode Februari 2017 dan melakukan publikasi laporan keuangan setelah tanggal penentuan daftar LQ-45 periode Februari 2017 yaitu tanggal 25 Januari hingga akhir bulan keempat setelah tahun tutup buku serta selama periode uji. Selain itu, perusahaan yang diamati tidak melakukan *corporate action* lain untuk menghindari adanya bias karena adanya informasi lain. Periode pengamatan dalam penelitian ini menggunakan *windows period* 11 hari perdagangan yaitu pengujian berdasarkan pengamatan harga saham pada $t-5$ hingga $t+5$. *Windows period* dipilih 11 hari agar terhindar dari pengumuman atau unsur lainnya yang dapat mempengaruhi hasil penelitian ini.



Gambar 1. Event Windows Period

Perhitungan *Abnormal Return*

Dalam rangka mencari nilai *abnormal return* yang digunakan dalam pengujian, langkah-langkah berikut ini dilakukan satu per satu yaitu:

Menghitung *actual return* atau tingkat pengembalian yang sebenarnya menggunakan model *total return* dengan dividen dianggap nol. Rumus:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$: *return* perusahaan i pada periode t

$P_{i,t}$: harga saham untuk perusahaan i pada periode t

$P_{i,t-1}$: harga saham untuk perusahaan i pada periode t-1

Menghitung *return* saham gabungan:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_{m,t} - IHSG_{m,t-1}}{IHSG_{m,t-1}}$$

Keterangan:

R_{Mj} : hasil pengembalian pasar pada periode t

$IHSG_{m,t}$: indeks harga pasar pada periode t

$IHSG_{m,t-1}$: indeks harga pasar pada periode t-1

Menghitung *expected return* atau tingkat pengembalian yang diharapkan. Perhitungan ini menggunakan *market model* dengan rumus:

$$R_{i,j} = \alpha_i + (\beta_i \times R_{M,j}) + e_{i,j}$$

Keterangan:

$R_{i,j}$: *return* realisasi perusahaan i pada periode estimasi ke-j

α : titik potong (*intercept*), suatu angka konstan untuk perusahaan i

β : sudut kemiringan yang mengukur rata-rata antara harga saham dengan indeks pasar

$R_{m,t}$: *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$e_{i,t}$: kesalahan residu

Return saham yang dipengaruhi oleh perubahan pasar ditunjukkan dengan nilai konstanta *alpha* (α) dan tingkat kepekaan keuntungan saham terhadap perubahan pasar ditunjukkan oleh nilai *beta* (β). Regresi hasil dari *actual return* dengan *market return* selama periode estimasi 100 hari dilakukan untuk dapat memperoleh koefisien *alpha* (α)

dan *beta* (β) tersebut.

Mencari *abnormal return* periode jendela. Rumus:

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

Keterangan:

$AR_{i,t}$: *abnormal return* perusahaan i pada periode t

$R_{i,t}$: *return* yang terjadi untuk perusahaan i pada periode t

$E(R_{i,t})$: *return* ekspektasi untuk perusahaan i pada periode t

Perhitungan *Cumulative Abnormal Return*

Menghitung akumulasi *abnormal return* setiap harinya dari tiap-tiap saham selama periode kejadian atau yang disebut sebagai *Cumulative Abnormal Return (CAR)* dengan rumus:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=-5}^{t=+5} AR_{i,t}$$

Keterangan:

$CAR_{i,t}$: *Cumulative Abnormal Return (CAR)* perusahaan i pada periode t

$AR_{i,t}$: *abnormal return* perusahaan i pada periode t

Kemudian menghitung rata-rata akumulasi *abnormal return* atau *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)* sampel secara keseluruhan pada hari ke t. Rumus:

$$ACAR_t = \frac{\sum_{t=-5}^{t=+5} CAR_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

$ACAR_{i,t}$: *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)* periode t

$CAR_{i,t}$: *Cumulative Abnormal Return (CAR)* perusahaan i pada periode t

k : total perusahaan yang terpengaruh oleh peristiwa pengumuman

Uji Normalitas

Pengujian normalitas data dilakukan untuk melihat apakah pendistribusian dalam data yang dimiliki sudah normal atau tidak sebelum dilakukan pengujian lebih lanjut. *One-Sample Kolmogorov-Smirnov test* digunakan dalam penelitian ini dalam menguji normalitas data. Data tidak normal distribusinya jika data tersebut memiliki nilai p dengan signifikansi $< 0,05$, tetapi data yang dimiliki telah berdistribusi normal jika nilai p dengan signifikansi $> 0,05$. Setelah data yang ditunjukkan dari hasil test tersebut normal, maka kemudian dapat dilakukan pengujian hipotesis sebagai langkah berikutnya.

Uji Hipotesis

Pengujian statistik dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui nilai signifikansi

pada periode yang ada di sekitar peristiwa pengujian. Pengujian dilakukan terhadap *abnormal return* dimana nilai *abnormal return* yang digunakan adalah nilai rata-rata akumulasi *abnormal return* atau yang disebut dengan *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)*. *Average cumulative abnormal return* dikatakan signifikan secara statistik apabila nilainya tidak sama dengan nol dan untuk kabar baik akan bernilai positif sedangkan negatif untuk kabar buruk. Secara statistik hipotesis dapat dirumuskan:

Ho: ACAR = 0

Ha: ACAR ≠ 0

Dengan kriteria pengujian secara statistik sebagai berikut:

Ho diterima apabila : $-t_{(\alpha/2; n-k)} \leq t \text{ hitung} \leq t_{(\alpha/2; n-k)}$

Ho ditolak apabila : $t \text{ hitung} > t_{(\alpha/2; n-k)}$ atau $-t \text{ hitung} < -t_{(\alpha/2; n-k)}$

Pengujian dengan maksud melihat signifikansi tersebut dilakukan dengan uji t. Langkah-langkah dalam *t-test* dilakukan dengan terlebih dahulu mencari t hitung dari standarisasi nilai akumulasi *abnormal return* dengan cara berikut ini:

Mencari *Standardized Cumulative Abnormal Return (SCAR)*:

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{KSE_i}$$

Keterangan:

$SCAR_{i,t}$: *Standardized Cumulative Abnormal Return* perusahaan i pada hari ke t

$CAR_{i,t}$: *Cumulative Abnormal Return* perusahaan i pada hari ke t

KSE_i : kesalahan standar estimasi untuk perusahaan i

KSE merupakan kesalahan standar estimasi yang merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai *abnormal return* yang dihitung dengan rumus:

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum (R_{i,t} - \bar{R}_i)^2}{T_1 - 2}}$$

Keterangan:

KSE_i : kesalahan standar estimasi untuk perusahaan i

\bar{R}_i : *return* perusahaan i untuk hari ke t selama periode estimasi

R_i : rata-rata *return* perusahaan i selama periode estimasi

T_1 : total hari di periode estimasi, dalam penelitian ini adalah 100 hari

Menghitung nilai rata-rata dari akumulasi *abnormal return* standarisasi untuk seluruh perusahaan pada hari ke-t. Rumus:

$$SCAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k SCAR_{i,t}}{\sqrt{k}}$$

Keterangan:

$SCAR_{i,t}$: *Standardized Cumulative Abnormal Return* portofolio pada hari ke t

$SCAR_{i,t}$: *Standardized Cumulative Abnormal Return* perusahaan i pada hari ke t

k : total perusahaan

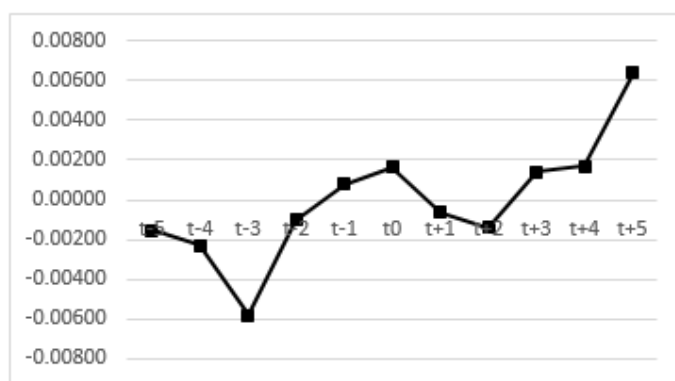
Nilai standarisasi inilah yang merupakan t hitung yang akan diperbandingkan dengan t tabel. H_0 diterima apabila nilai SCAR yang didapat berada di dalam daerah penerimaan t tabel. Jika H_0 diterima, artinya nilai akumulasi *abnormal return* mendekati nol atau tidak ada perbedaan secara signifikan. Sebaliknya, jika berada di luar daerah penerimaan t tabel maka H_0 ditolak sehingga hipotesis alternatif diterima bahwa terjadi perbedaan secara signifikan yang artinya terdapat reaksi pasar disekitar peristiwa.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perhitungan *Average Cumulative Abnormal Return*

Pengujian adanya *abnormal return* dilakukan dengan menghitung akumulasi *abnormal return* harian dari tiap-tiap perusahaan selama periode pengamatan. Kemudian, akumulasi *abnormal return* untuk seluruh perusahaan diuji secara *cross section* pada masing-masing hari di periode pengamatan. Nilai ini disebut dengan *Average Cumulative Abnormal Return* dan hasil perhitungannya dapat dilihat pada grafik 1 berikut ini.

Grafik 1. *Average Cumulative Abnormal Return*



Sumber: Data Olahan (2018)

Dari grafik 1 dapat dilihat bahwa nilai ACAR mengalami fluktuasi naik turun di sekitar hari publikasi laporan keuangan. Pada saat sebelum publikasi, penurunan yang cukup tajam terjadi pada hari ketiga hingga menyentuh angka -0,00580. Setelah itu mulai

mengalami kenaikan pada dua hari sebelum publikasi dilakukan hingga pada t_0 atau hari saat dimana publikasi dilakukan. Pada t_0 pasar merespon publikasi secara positif dengan nilai ACAR sebesar 0,00162. Hari pertama dan kedua setelah publikasi terdapat sedikit penurunan namun kembali bergerak naik pada hari ketiga dan kemudian naik secara cukup tinggi pada hari kelima dengan menyentuh angka 0,00636. Hal ini berarti akumulasi dari nilai *abnormal return* di BEI terindikasi cenderung meningkat di sekitar dua hari sebelum hari publikasi, pada saat publikasi, dan hari ketiga hingga kelima setelah adanya publikasi laporan keuangan. Penurunan pada hari pertama dan kedua setelah publikasi mengindikasikan bahwa investor sedang mempelajari informasi baru dari laporan keuangan sebagai dasar pertimbangan sebelum mengambil keputusan berinvestasi.

Uji Normalitas

Tabel 2. Uji Normalitas

	ACAR
N	11
Test Statistic	0,191
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,200

Sumber: Data Olahan (2018)

Hasil uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dalam pengujian normalitas dari variabel *average cumulative abnormal return* menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,200 (lihat Tabel 2). Hal ini menunjukkan bahwa data tersebut telah memenuhi asumsi normalitas karena signifikansi bernilai sebesar $0,200 > 0,05$ yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan (α) sebesar 5% atau dengan kata lain bahwa data terdistribusi secara normal sehingga data siap untuk digunakan dalam uji hipotesis.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis diuji dari nilai rata-rata dari akumulasi *return* tak normal atau *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) menggunakan *t-test* dari nilai standarisasinya. *Standardized Cumulative Abnormal Return* (SCAR) berfungsi sebagai *t* hitung yang selanjutnya akan diperbandingkan nilainya dengan nilai dari *t* tabel untuk dapat dilihat signifikansinya. Hasil perhitungan SCAR atau *t* hitung untuk seluruh sampel di tiap hari dalam periode peristiwa yaitu $t-5$, $t-4$, $t-3$, $t-2$, $t-1$, t_0 , $t+1$, $t+2$, $t+3$, $t+4$ serta $t+5$ dapat dilihat pada tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3. Hasil *T-Test*

	ACAR	SCAR (t hitung)	Keterangan
t-5	-0,00155	-0,511	Tidak signifikan
t-4	-0,00230	-0,769	Tidak signifikan
t-3	-0,00580	-1,781	Tidak signifikan
t-2	-0,00102	-0,451	Tidak signifikan
t-1	0,00079	0,012	Tidak signifikan
t0	0,00162	0,271	Tidak signifikan
t+1	-0,00063	-0,025	Tidak signifikan
t+2	-0,00142	-0,228	Tidak signifikan
t+3	0,00139	0,747	Tidak signifikan
t+4	0,00168	1,152	Tidak signifikan
t+5	0,00636	2,278	Signifikan*

Sumber: Data Olahan (2018)

*Signifikan pada tingkat 10% (t tabel= 2,020)

Tabel 3 merupakan hasil pengujian dari *Standardized Cumulative Abnormal Return* (SCAR) sebagai t hitung pada sampel yang telah dikumpulkan selama periode jendela yaitu lima hari sebelum hingga lima hari sesudah adanya publikasi laporan keuangan. Hasil perhitungan dari tabel di atas menunjukkan bahwa hanya pada hari kelima saja yang memiliki t hitung lebih besar dari t tabel ($2,278 > 2,020$) pada tingkat signifikansi 10%, sedangkan sepuluh hari lainnya yaitu t-5, t-4, t-3, t-2, t-1, t0, t+1, t+2, t+3 dan t+4 tidak signifikan baik pada tingkat signifikansi 1%, 5% ataupun 10%.

Hipotesis nol (H_0) pada penelitian ini menyatakan bahwa rata-rata akumulasi *abnormal return* sama dengan nol. Akan tetapi, dari tabel 3 dapat disimpulkan bahwa pengujian hipotesis nol (H_0) ditolak karena nilai rata-rata akumulasi *abnormal return* berbeda dengan nol. Nilai yang positif dan signifikan ditunjukkan pada rata-rata akumulasi *abnormal return* yang terdapat pada t+5. *Abnormal return* yang positif ini terjadi karena pada kenyataannya nilai dari *return* yang diperoleh (*actual return*) jumlahnya di atas *return* yang diharapkan (*expected return*) dengan adanya peristiwa publikasi laporan keuangan tahunan oleh perusahaan publik.

Pembahasan

Pada tahun 2017 berlaku aturan baru yang tercantum dalam POJK No. 29 /POJK.04/2016 yang telah dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan di tahun 2016. Peraturan ini memuat aturan-aturan baru terkait dengan laporan keuangan emiten baik dari segi penyusunan, isi, prosedur penyampaian, hingga ketentuan sanksi yang berlaku pada laporan keuangan untuk tahun buku 2016 yang disampaikan di tahun 2017. Penulis menggarisbawahi pada dua ayat di pasal 7 yaitu, ayat 1 yang menyatakan bahwa emiten wajib untuk menyampaikan laporan tahunan kepada Otoritas Jasa Keuangan paling lambat pada akhir bulan keempat atau 120 hari setelah tahun buku berakhir serta ayat 2 yang menyatakan bahwa laporan keuangan tahunan disampaikan kepada OJK di tanggal yang sama dengan tersedianya laporan tahunan bagi publik, misalnya di kantor atau situs web emiten.

Adanya perpanjangan waktu penyampaian laporan keuangan tahunan dari yang sebelumnya 90 hari menjadi 120 hari seperti yang tercantum pada peraturan di atas memberikan kelonggaran waktu bagi perusahaan agar perusahaan dapat semakin tertib untuk melaporkan laporan keuangan tahunannya. Di sisi lain, para investor juga akan merespon dengan baik atas semakin mudahnya akses yang diberikan untuk mendapat informasi mengenai laporan keuangan perusahaan. Hal ini terlihat dari hasil output uji t yang memperoleh hasil bahwa terdapat reaksi investor yang dilihat dari *cumulative abnormal return* yang signifikan secara positif pada hari kelima setelah adanya publikasi laporan keuangan.

Nilai *cumulative abnormal return* yang positif menunjukkan bahwa ada kabar baik (*good news*) yang diterima oleh pelaku pasar. Hal itu terjadi karena laporan keuangan yang dipublikasikan mengandung informasi yang sesuai dengan yang dibutuhkan oleh investor atau dengan kata lain kandungan informasi yang ada di dalam laporan keuangan mampu mengubah kepercayaan para investor yang kemudian dapat menjadi pendorong dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Terjadinya *abnormal return* dalam bentuk akumulasi pada hari kelima setelah adanya publikasi laporan keuangan ini menunjukkan bahwa secara informasi pasar modal Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat karena pasar masih terlalu lama dan berkepanjangan dalam menyerap informasi baru yang dipublikasikan. Investor masih membutuhkan waktu beberapa saat untuk mempertimbangkan kandungan informasi yang ada dalam laporan keuangan sebelum merespon hal tersebut.

Hasil temuan ini tidak mendukung Martias (2011) yang menyatakan bahwa tidak ada kandungan informasi bagi investor di dalam publikasi laporan keuangan sehingga pelaku pasar tidak merespon peristiwa tersebut. Namun, hasil penelitian konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya terutama pada penelitian Ball dan Brown (1968) serta Beaver (1968) bahwa terdapat reaksi pasar dari investor yang ditunjukkan dengan adanya perubahan signifikan dari rata-rata kegiatan perdagangan saham di periode disekitar pengumuman laporan keuangan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengujian di atas, dapat dijelaskan secara singkat bahwa publikasi laporan keuangan perusahaan LQ-45 memiliki kandungan informasi yang berguna bagi pelaku pasar. Hal ini dibuktikan dengan adanya *return* tak normal (*abnormal return*) yang nilai akumulasinya secara statistik bernilai positif dan signifikan pada hari kelima setelah adanya publikasi laporan keuangan. Dengan demikian, hipotesis nol (H_0) pada penelitian ini ditolak yang artinya bahwa terdapat reaksi pasar yang dilihat dari *cumulative abnormal return* di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Respon pasar yang belum cukup cepat dalam menyerap informasi tersebut memberikan cukup bukti bahwa Bursa Efek Indonesia belum dapat dikatakan sebagai pasar yang efisien bentuk setengah kuat.

Penelitian ini memiliki beberapa implikasi. Bagi investor, penelitian ini memberikan gambaran bahwa publikasi laporan keuangan tahunan merupakan informasi yang informatif dan dapat digunakan sebagai salah satu sumber dalam pengambilan keputusan sebelum menginvestasikan dananya ke dalam suatu perusahaan. Bagi perusahaan atau emiten, publikasi laporan keuangan harus dilakukan dengan semakin tertib dan baik karena hal tersebut ditunggu oleh pelaku pasar sebagai alat penilaian apakah kinerja yang dilakukan oleh perusahaan telah sesuai atau bahkan lebih dari apa yang mereka

harapkan.

Penelitian ini masih memiliki banyak kekurangan dan keterbatasan. Oleh karena itu, penulis memberikan beberapa saran yang berguna untuk penelitian yang akan datang. Pertama, pada penelitian berikutnya diperlukan sampel penelitian yang lebih besar dan tidak terbatas hanya pada perusahaan yang masuk dalam indeks LQ-45. Kedua, perlu diteliti lebih lanjut faktor-faktor spesifik perusahaan yang dapat menjelaskan terjadinya *abnormal return* seperti misalnya ukuran perusahaan, pertumbuhan ataupun resiko perusahaan. Ketiga, perlunya rentang waktu penelitian yang lebih panjang dengan jangka waktu beberapa tahun untuk dapat meyakinkan bahwa reaksi pasar atas publikasi laporan keuangan bukan merupakan suatu hal yang bersifat kondisional. Keempat, diperlukan penelitian lebih lanjut menggunakan model lain selain *market model* dalam analisis *abnormal return* sehingga dapat diketahui perbedaannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R., & Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Dianto, A., & Njo, A. 2013. Analisa Perbedaan Volume Perdagangan dan Abnormal Return Saham Sekitar Publikasi Laporan Keuangan Emiten Tahun 2009-2012. *FINESTA*, 2(1), 1-6.
- Fahmi, I. 2011. *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Husnan, S., Hanafi, M. M., & Wibowo, A. 1996. Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan. *KELOLA*, 5(11), 110-125.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2017. Standar Akuntansi Keuangan. Jakarta: Salemba Empat.
- Indonesian Capital Market Library. 2017. Tanggal Publikasi Laporan Keuangan 2016. Jakarta: TICMI.
- Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (8 ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. 2017. Terobosan 20 Tahun KSEI: Dua Dasawarsa Berinovasi untuk Negeri [Press release]. Retrieved from <http://www.ksei.co.id/>
- Martias, A. 2011. Analisa Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Laporan Keuangan Interim Diaudit dan Tidak Diaudit di Indonesia. *PERSPEKTIF*, 9(1).
- Morse, D. 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination. *Journal of Accounting Research*, 19(2), 374-383.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2016. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 29 /POJK.04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik.
- Vahini, Y. P., & Putra, N. W. A. 2015. Event Study: Analisis Reaksi Investor Pada Publikasi Laporan Keuangan Tahunan. *E-Jurnal Akuntansi*, 13(2), 387-404.