

T
332.6
HUR
A e.1

**Reaksi Harga Saham Terhadap
Peristiwa Pengumuman *Disclaimer* di
Bursa Efek Jakarta
(Pendekatan Hipotesis Pasar Efisien Setengah Kuat)**

TESIS

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



Diajukan oleh :

N a m a : Medi Nurheriyanto
N I M : C4 A0 98 192

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2000**

**Reaksi Harga Saham Terhadap
Peristiwa Pengumuman *Disclaimer* di
Bursa Efek Jakarta
(Pendekatan Hipotesis Pasar Efisien Setengah Kuat)**

Tesis

Yang dipersiapkan dan disusun oleh

**Nama : Medi Nurheriyanto
NIM : C4 A0 98 192**

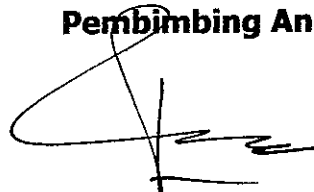
**Telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal
22 September 2000
Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima**

Pembimbing Utama



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Pembimbing Anggota



Drs. Prasetiono, Msi

**Semarang, Setember 2000
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Abstraction

The moment of disclaimer opinion publication to word company financial report of 1998 by Jakarta Stock Exchange on 6th of March 2000 have caused market reaction, the decrease of share value each of emitter. The reaction can be seen from the share abnormal return while to be announcing the above publication. The happening of abnormal return share that means reaction more than market thus causing share value change from the normal condition.

This research intents to test and analyze what the moment of the opinion publication by Jakarta Stock Exchange causing significant abnormal return and is the market able to reflect the information contains accurately into the share value.

This study involving 25-share emitter when 6th of March 2000 finance report 1998 was state disclaimer by Jakarta Stock Exchange. The data used in this research is share value data when closing price "IHSG". The method use for analyzing is event study method.

The result of research show that daily around the disclaimer publication event by Jakarta Stock Exchange, have caused significant abnormal return share while one day after the publication.

This means that the above information has a meaning for investor and market as soon as to reflect the above information contain, as the happening of negative abnormal return. This thing also shows us that Indonesian stock exchange has been semi strong form efficiency.

ABSTRAKSI

Peristiwa pengumuman opini *disclaimer* terhadap laporan keuangan perusahaan tahun 1998 oleh pihak Bursa Efek Jakarta pada tanggal 6 Maret 2000 telah mengakibatkan terjadinya reaksi pasar yang berupa penurunan harga saham masing-masing emiten. Reaksi ini dapat dilihat melalui adanya *abnormal return* saham pada saat diumumkannya pengumuman tersebut. Dengan terjadinya *abnormal return* saham berarti terjadi reaksi lebih dari pasar sehingga berakibat harga saham mengalami perubahan dari kondisi normal. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis apakah peristiwa pengumuman opini *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta menimbulkan *abnormal return* yang signifikan dan apakah pasar secara cepat merefleksikan kandungan informasi tersebut kedalam harga saham.

Studi ini melibatkan 27 emiten saham yang pada tanggal 6 Maret 2000 laporan keuangan tahun 1998 dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data harga saham saat penutupan (*closing price*). Indeks Harga Saham Gabungan. Metoda yang digunakan untuk menganalisis digunakan metode *event study*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hari-hari seputar peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta telah menimbulkan *abnormal return* saham yang cukup signifikan pada saat satu hari setelah dipublikasikannya pengumuman tersebut. Hal ini memberikan arti bahwa informasi tersebut mempunyai makna bagi investor dan pasar segera merefleksikan kandungan informasi tersebut berupa terjadinya *negative abnormal return*. Hal ini juga menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia telah efisien dalam bentuk setengah kuat.

Kata Pengantar

Puji syukur pada Allah SWT atas segala rahmat dan karunia yang telah dilimpahkan sehingga dalam penyusunan thesis Reaksi Harga Saham Terhadap Peristiwa Pengumuman *Disclaimer* di Bursa Efek Jakarta ini dapat terselesaikan dengan baik.

Maksud dari penyusunan thesis ini adalah untuk menganalisis perilaku harga saham seputar pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta, apakah peristiwa tersebut mempengaruhi pola perserakan harga saham dan memberikan *abnormal return* yang signifikan.

Diharapkan thesis ini dapat memberikan pertimbangan bagi investor bahwa dalam pengambilan keputusan investasi perlu untuk mencari informasi-informasi yang relevan untuk dijadikan dalam pertimbangan sebelum berinvestasi.

Pada Kesempatan ini, juga disampaikan ucapan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada :

1. Bapak Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo, selaku dosen pembimbing utama yang telah bersedia memberikan petunjuk dan bimbingannya dalam mengarahkan penyusunan thesis ini.
2. Bapak Drs. Prasentiono, Msi, selaku dosen pembimbing anggota yang telah bersedia memberikan petunjuk dan bimbingannya dalam mengarahkan penyusunan thesis ini.
3. Bapak dan Ibu Dosen Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang, yang telah mengajarkan ilmunya sehingga dapat bermanfaat selama proses penyusunan thesis ini.
4. Ayah dan Ibu yang telah memberikan dorongan dan doa hingga tersusunya thesis
5. Teman-teman dan semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah memberikan bantuan dan dorongan selama proses penyusunan thesis ini.

Akhir kata, semoga thesis ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan berguna bagi pihak yang membutuhkannya.

Semarang, September 2000

Penyusun

Daftar Isi

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Abstraksi	iii
Abstraksi	iv
Kata Pengantar	v
Daftar Isi	vi
Daftar Tabel	viii
Daftar Gambar	ix
Daftar Lampiran	x
BAB I. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	10
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Telaah Pustaka	11
2.2 Pengertian Pasar Modal Efisien	12
2.3 Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar	20
2.4 Metoda <i>Event Study</i>	24
2.5 Indikator <i>Abnormal Return</i>	26
2.6 Pengertian <i>Disclaimer</i>	28

2.7	Review Penelitian Terdahulu	34
2.8	Kerangka Pemikiran Teoritis	44
2.9	Hipotesis	46
BAB III METODA PENELITIAN		
3.1	Jenis dan Sumber Data	47
3.2	Populasi	48
3.3	Metoda Pengumpulan Data	49
3.4	Metoda Analisis	50
BAB IV GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN		
4.1	Pasar Modal Indonesia	57
4.2	Bursa Efek Jakarta Periode Krisis Moneter	58
4.3	Gambaran Singkat Obyek Penelitian	60
BAB V PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN		
5.1	Analisa Hasil Penelitian	66
5.2	Hasil dan Pembahasan Hipotesis I	71
5.3	Hasil dan Pembahasan Hipotesis II	79
5.4	Implikasi Hasil Penelitian	82
BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN		
6.1	Kesimpulan	84
6.2	Saran	85

Daftar Pustaka

Lampiran - lampiran

Daftar Riwayat Hidup Peneliti

DAFTAR TABEL

Halaman

Tabel 2.1 Perbandingan Anomali Di Amerika dan Indonesia	19
Tabel 3.1 Daftar Emiten yang Memperoleh Opini <i>Disclaimer</i>	48
Tabel 4.1 Gambaran Umum Tingkat Pendapatan	61
Tabel 4.2 Gambaran Umum Laba Setelah Pajak	63
Tabel 4.3 Gambaran Umum <i>Return On Investment</i>	65
Tabel 4.4 Gambaran Umum <i>Price Earning Ratio</i>	67
Tabel 4.5 Gambaran Umum <i>Price Book Value</i>	69
Tabel 5.1 Nilai <i>Average Abnormal Return</i> dan t Hitung	72
Tabel 5.2 Nilai <i>Average Abnormal Return</i> dan t hitung saham pilihan	76
Tabel 5.3 Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Peristiwa Pengumuman secara Keseluruhan ...	79
Tabel 5.4 Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Peristiwa Pengumuman saham pilihan	80

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	45
Gambar 3.1 Periode Amatan	50
Gambar 3.2 Kurva Distribusi Normal	56
Gambar 5.1 Grafik <i>Average Abnormal Return</i>	74
Gambar 5.2 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i>	74
Gambar 5.3 Grafik <i>Average Abnormal Return</i> setelah pemilihan saham	76
Gambar 5.4 Grafik <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> setelah pemilihan	77

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran A. Harga Saham Periode Estimasi dan Peristiwa
- Lampiran B. Return Saham Periode Peristiwa
- Lampiran C. Return Saham Periode Estimasi
- Lampiran D. Hasil Regresi *Single Index Model*
- Lampiran E. *Expected Return* Periode Peristiwa
- Lampiran F. *Abnormal Return Saham*
- Lampiran G. *Standardized Abnormal Return*
- Lampiran H. Hasil Uji Beda Hipotesis II

UPT-PUSTAK-UNDIP

Bab I

Pendahuluan

1.1 Latar Belakang Masalah

Dalam sebuah perekonomian moderen, pasar modal menggambarkan denyut jantung perekonomian suatu negara, oleh karena itu tidaklah mengherankan apabila pusat perhatian individu selaku pelaku ekonomi adalah apa yang terjadi pada lantai bursa sehari-hari. Hal ini akan menimbulkan tuntutan tersendiri bagi pemerintah untuk menciptakan iklim yang kondusif yang dapat merangsang kegiatan investasi di pasar modal guna pencapaian target pertumbuhan ekonomi sesuai dengan yang diharapkan.

Pasar modal merupakan suatu wahana yang paling strategis dalam upaya menghimpun dana dari masyarakat, baik masyarakat domestik maupun masyarakat asing dan menyalurkan dana masyarakat yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan investasi. Dengan adanya pasar modal memungkinkan perusahaan memperoleh sumber pembiayaan usaha yang relatif lebih murah dibandingkan dengan meminjam dana dari bank. Melalui mekanisme pendanaan di pasar modal, dunia usaha dapat meminimalkan biaya modalnya secara lebih optimal dibandingkan dengan perusahaan yang lebih mengandalkan sumber pendanaan melalui kredit perbankan.

Dari sisi investor, dengan adanya pasar modal memungkinkan para investor memiliki banyak pilihan investasi sesuai dengan tingkat keberanian resiko yang diambil investor. Investor dapat dengan mudah dan cepat merubah keputusan investasinya dengan menjual suatu saham dan membeli saham yang lain. Bahkan dengan mekanisme pasar modal memungkinkan investor melakukan diversifikasi

investasi melalui strategi porto folio saham dengan jumlah dana yang dikeluarkan relatif lebih kecil bila dibandingkan dengan berinvestasi secara langsung terlibat kegiatan operasi perusahaan. Melalui strategi porto folio saham memungkinkan para pemodal dapat menurunkan resiko investasi.

Seiring dengan tuntutan pertumbuhan ekonomi suatu negara, akan menimbulkan dorongan yang kuat bagi pemerintah untuk membenahi serta mengembangkan pasar modal. Berbagai paket kebijakan yang dikeluarkan pemerintah, merupakan suatu upaya untuk mengembangkan peranan pasar modal dalam memobilisasi sumber dana dari masyarakat guna membantu pembiayaan kegiatan investasi. Syahrir dan Ika (1997) menyatakan, terdapat beberapa faktor penentu keberhasilan pengembangan pasar modal, diantaranya adalah iklim investasi yang kondusif, perangkat hukum dan peraturan yang merangsang minat investor untuk melakukan investasi, dan efisiensi pasar modal. Pentingnya peranan pasar modal dalam memenuhi tuntutan kebutuhan pembiayaan investasi, maka pengkajian terhadap faktor penentu pengembangan pasar modal perlu untuk dilakukan.

Efisiensi pasar modal sebagai salah satu faktor penentu keberhasilan pengembangan pasar modal perlu mendapatkan kajian yang serius, karena melalui pengembangan pasar modal yang efisien ini akan semakin meningkatkan kepercayaan para pemodal domestik maupun luar negeri dalam melakukan investasi melalui mekanisme pasar modal. Kepercayaan tersebut bukan hanya menyangkut pada kemampuan dan prestasi perusahaan (*emiten*) yang memperoleh dana melalui pasar modal dalam mengoperasikan dana pada kegiatan produktif. Tetapi juga menyangkut pada harapan masyarakat pemodal untuk dapat merealisasikan hasil dari kegiatan

investasinya pada pasar modal (pasar sekunder). Dengan adanya kepercayaan ini, maka usaha untuk mengembangkan pasar modal dalam menghimpun dana dari masyarakat pemodal akan dapat membuahkan hasil.

Berkaitan dengan efisiensi pasar modal, Copeland (1995) menjelaskan, bahwa suatu pasar modal dapat disebut sebagai pasar modal efisien apabila seluruh informasi relevan yang tersedia tentang suatu saham langsung tercermin dalam harga saham tersebut. Berbagai informasi yang relevan yang berpengaruh dalam pembentukan harga dan tingkat keuntungan investasi saham pada tingkat yang wajar, secara umum dapat di klasifikasikan dalam tiga macam bentuk informasi, yaitu informasi mengenai perubahan harga saham di masa lalu, informasi publik yang dipublikasikan secara luas, informasi yang dipublikasikan maupun yang belum dipublikasikan (*private information*) yang diperoleh dari *insider information* (Suad Husnan, 1996). Sedangkan berdasarkan jenis informasi yang digunakan sebagai dasar penilaiannya Copeland (1995) menyatakan bahwa efisiensi pasar modal digolongkan dalam tiga tingkatan, yaitu efisiensi bentuk lemah (*weak form efficiency*), efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*) dan efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*).

Effisiensi bentuk lemah diartikan bahwa harga saham saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga saham pada masa yang lalu. Oleh karena itu, jenis informasi yang digunakan sebagai dasar pengujian bentuk lemah adalah rangkaian perubahan harga historis. Effisiensi bentuk setengah kuat diartikan bahwa harga saham saat ini benar-benar menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Oleh karena itu, jenis informasi yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah informasi yang dipublikasikan. Untuk

effisiensi bentuk kuat, pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah semua informasi yang ada, baik yang sudah dipublikasikan maupun yang belum dipublikasikan, tercermin dalam harga saham saat ini. Pengujian bentuk ini didasarkan pada *private information* yang diperoleh dari *insider information*. Dyckman and Morse (1986) mengatakan bahwa suatu pasar modal yang efisien mempunyai arti bahwa informasi segera terserap semuanya pada saat terjadinya pengumuman informasi tersebut. Dengan kata lain, dalam pasar modal yang efisien, harga sekuritas di pasar modal secara akurat merefleksikan informasi yang ada dan investor tidak dapat menggunakan informasi ini untuk secara konsisten menentukan return yang lebih tinggi kemudian disesuaikan dengan resiko investasi.

Pada suatu pasar modal yang telah efisien setengah kuat para investor mempunyai persepsi pemikiran yang sama terhadap arah pergerakan harga suatu saham terhadap suatu informasi yang dianggap relevan oleh investor. Sebagai akibatnya saham-saham tersebut akan bersifat *likuid* dalam merefleksikan setiap informasi. Selain itu pada pasar modal yang efisien harga setiap saham mencerminkan prestasi sebenarnya dari emiten. Dengan demikian para investor akan dengan mudah menjual dan membeli saham-saham mana saja yang akan memberikan *return* yang tinggi dimasa mendatang.

Selain itu pada pasar modal yang telah efisien setengah kuat para investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* jika dalam menganalisis saham hanya menggunakan satu informasi yang telah dipublikasikan. Hal ini karena harga saham telah merefleksikan informasi tersebut. Oleh karena itu investor harus mencari

informasi-informasi lain yang diperoleh dari *insider information* atau dapat juga menempuh analisis yang berbeda dengan bentuk efisiensi pasar modal yang berlaku.

Penelitian yang dilakukan oleh Chang, Most and Brain (1983) menunjukkan bahwa di Amerika Serikat, United Kingdom, dan New Zeland, para pemodal individu, pemodal institusi, dan analis keuangan menempatkan laporan keuangan sebagai sumber informasi terpenting dalam keputusan investasi. Melalui penelitian tersebut juga terungkap bahwa komponen laporan keuangan yang terpenting adalah laba perusahaan.

Suad Husnan (1996) menjelaskan bahwa studi mengenai efisiensi pasar modal di Indonesia, dengan mengacu pada pola dari perubahan harga sekuritas di masa lalu, sudah banyak dilakukan. Hasil penelitian, pada umumnya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah. Dalam kondisi demikian, harga-harga sekuritas mencerminkan informasi harga masa lampau. Namun dengan semakin berkembangnya pasar modal Indonesia, penelitian lebih banyak diarahkan pada efisiensi bentuk setengah kuat. Berdasarkan pemikiran tersebut, maka penelitian ini bermaksud untuk meneliti efisiensi bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta.

Weston (1986) menjelaskan, pada suatu pasar modal yang efisien, pasar akan selalu melakukan penilaian secara terus menerus terhadap baik buruknya prestasi emiten berdasarkan pada setiap informasi yang relevan. Informasi tersebut dapat berasal dari kondisi internal maupun eksternal yang dihadapi oleh emiten. Informasi tentang kondisi internal yang dihadapi emiten merupakan informasi yang bersifat *microeconomic*. Informasi tersebut antara lain dapat berupa keberhasilan emiten memperoleh kontrak kerja, keberhasilan program pemasaran, keberhasilan mencapai

target pertumbuhan laba, perubahan jumlah pembayaran dividen yang dibagikan, tuntutan perdata pihak ketiga, pemogokan buruh, komentar akuntan publik tentang laporan keuangan dan sebagainya. Sedangkan informasi tentang kondisi eksternal yang dihadapi emiten merupakan informasi yang bersifat *macroeconomic*. Informasi tersebut antara lain berupa perubahan kebijakan pemerintah tentang tingkat suku bunga deposito, intervensi pemerintah tentang kurs valas, kenaikan tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, resesi ekonomi dan sebagainya.

Informasi yang kurang baik tentang kondisi internal yang dihadapi emiten menunjukkan resiko spesifik yang dihadapi oleh emiten maupun investor. Bagi emiten, resiko tersebut akan mempengaruhi prestasi mereka dalam memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Sedangkan bagi investor, akan mempengaruhi persepsi investor tentang prospek emiten dalam memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang, sehingga akan mempengaruhi pula terhadap return yang diharapkan akan diterima pada masa yang akan datang oleh investor baik berupa dividen maupun *capital gain/lost* yang merupakan apresiasi atau depresiasi atas harga saham.

Selain itu munculnya suatu informasi yang kurang baik tentang kondisi internal emiten memberikan gambaran tentang prospek yang kurang baik tentang prestasi emiten di masa yang akan datang. Dengan adanya informasi tersebut, pasar akan bereaksi secara cepat dan merefleksikan kandungan informasi tersebut berupa turunnya harga saham emiten yang bersangkutan. Begitu pula sebaliknya, jika muncul informasi yang baik tentang kondisi internal yang dihadapi emiten, pasar akan bereaksi secara cepat dan merefleksikan kandungan informasi tersebut berupa naiknya harga saham emiten yang bersangkutan serta *individual return*-nya. Pasar modal yang efisien

setengah kuat terjadi apabila rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada saat munculnya informasi baru berbeda secara signifikan dengan nol. Apabila informasi baru tersebut merupakan informasi yang baik, rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada saat munculnya informasi baru berbeda lebih besar dengan nol secara signifikan, begitu pula bila informasi tersebut merupakan informasi yang buruk, rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada saat munculnya informasi tersebut berbeda lebih kecil dengan nol secara signifikan.

Peristiwa pengumuman laporan keuangan yang dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta adalah merupakan suatu pengumuman yang berkaitan dengan kinerja emiten. Seperti yang telah diketahui bersama bahwa setiap perusahaan yang listing pada Bursa Efek Jakarta harus mengumumkan laporan keuangan tahunan pada publik. Tujuan dari pengumuman laporan keuangan ini adalah agar para investor mengetahui kinerja dari perusahaan yang bersangkutan selama satu tahun yang lalu. Dengan adanya informasi tersebut investor dapat memperkirakan prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini menyangkut strategi investor dalam mengambil keputusan membeli atau menjual saham suatu perusahaan. Setiap laporan keuangan yang dipublikasikan pada umumnya telah diperiksa oleh akuntan publik. Akuntan publik akan memberikan opini terhadap setiap laporan keuangan yang telah diperiksanya. Apabila laporan keuangan yang diperiksa sesuai dengan Standar Akutansi Indonesia dan tidak terdapat keraguan karenanya, Akuntan akan memberikan opini "wajar tanpa pengecualian". Opini *disclaimer* diberikan oleh akuntan publik karena pada laporan keuangan yang diperiksa menunjukkan ketidakpastian yang menyebabkan akuntan tidak dapat memberikan pendapat terhadap laporan keuangan

perusahaan. Ketidakpastian tersebut antara lain dapat disebabkan oleh adanya pembatasan lingkup pemeriksaan oleh perusahaan yang bersangkutan, ketidakpastian terhadap *going concern* perusahaan, atau dapat juga karena perusahaan terancam dipailitkan. Pendapat *disclaimer* tersebut dapat diubah menjadi “wajar tanpa pengecualian” apabila perusahaan dapat mengurangi hal-hal yang menyebabkan ketidakpastian itu.

Dengan diumumkannya predikat *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta terhadap 27 emiten yang listing di Bursa Efek Jakarta diperkirakan akan mempengaruhi harapan para investor tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Sehingga secara tidak langsung akan berpengaruh terhadap harga saham ke-27 emiten tersebut. Adanya pengumuman *disclaimer* akan ditafsirkan oleh investor sebagai kabar buruk atas kinerja manajemen perusahaan dan merupakan suatu masalah bagi emiten yang berdampak kepada para investor. Oleh karena itu, dengan adanya informasi mengenai laporan keuangan *disclaimer*, diperkirakan pasar akan bereaksi secara cepat dan harga saham akan turun sebagai akibat dari refleksi kandungan informasi tersebut. Turunnya harga saham ini diperkirakan akan mengakibatkan *actual return* menurun lebih rendah dari yang diperkirakan (*expected return*), sehingga akan menimbulkan *excess return* dibawah return yang diperkirakan (*abnormal return*).

Berdasarkan pada latar belakang pemikiran tersebut diatas, penelitian ini bermaksud untuk meneliti reaksi harga saham terhadap peristiwa pengumuman *disclaimer* di Bursa Efek Jakarta melalui pendekatan hipotesis pasar modal bentuk efisien setengah kuat di Bursa Efek Jakarta.

1.2 Perumusan Masalah

Dengan adanya pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta merupakan salah satu peristiwa yang dapat dijadikan momentum untuk memberikan informasi mengenai prospek perusahaan dimasa depan. Dengan adanya pengumuman predikat *disclaimer* diperkirakan pasar akan bereaksi secara cepat dan merefleksikan kandungan informasi tersebut kedalam harga saham. Cepatnya reaksi pasar dalam merefleksikan kandungan informasi ke dalam harga saham menunjukkan bahwa informasi tersebut mempunyai makna bagi investor dan pasar modal telah efisien setengah kuat. Untuk mengetahui cepatnya reaksi pasar, diukur dari besarnya *abnormal return* saat munculnya informasi, yaitu selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Dengan demikian, masalah pokok yang akan dijadikan penelitian tentang efisiensi setengah kuat Bursa Efek Jakarta adalah :

1. Apakah peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta mempunyai makna bagi investor sehingga akan menimbulkan reaksi terhadap *return saham* yang dilihat dari indikator rata-rata *abnormal return* yang signifikan ?
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya peristiwa pengumuman predikat *disclaimer* ?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada latar belakang masalah yang telah disebutkan terdahulu penelitian tentang efisiensi setengah kuat di Bursa Efek Jakarta bertujuan untuk :

1. Untuk menganalisis, apakah peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta menimbulkan reaksi pasar yang berlebihan dilihat dari indikator rata-rata *abnormal return*.
2. Untuk menganalisis, apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya peristiwa pengumuman *disclaimer* ?

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini adalah diharapkan dapat memberikan masukan yang berupa informasi terhadap :

1. Bagi perusahaan penelitian ini berguna untuk mengetahui apakah laporan keuangan tahunan perusahaan mempunyai pengaruh bagi perubahan harga saham apa tidak. Dengan adanya informasi ini perusahaan akan lebih bijaksana dalam membuat keputusan-keputusan manajerial. Sebab setaip keputusan manajerial akan tercermin dari laporan keuangan yang dipublikasikan.
2. Bagi para investor, dengan adanya penelitian ini menunjukkan bukti empiris bahwa apakah semua investor telah memanfaatkan secara optimal setiap informasi yang relevan dalam laporan keuangan dengan kepentingan mereka dalam pengambilan keputusan untuk investasi saham.

Bab II

Tinjauan Pustaka

2.1 Telaah Pustaka

Pasar modal sebagai salah satu dari instrumen ekonomi tidak dapat dipisahkan dari peristiwa-peristiwa yang terjadi di sekitarnya. Berbagai peristiwa ekonomi maupun politik turut mempengaruhi investor di pasar modal dalam pengambilan keputusan investasinya. Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari oleh para pelaku pasar modal dalam upaya untuk melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi tersebut merupakan informasi yang berharga. Ada sebagian informasi yang merupakan informasi yang berharga dan ada informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Oleh karena itu para pelaku pasar modal harus secara tepat memilah-milah informasi yang layak untuk dijadikan dalam pengambilan keputusan untuk investasi.

Marston (1996) mengemukakan bahwa kurang bermaknanya suatu informasi bagi investor yang pertama disebabkan oleh kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*) dan yang kedua adalah karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi sangat terkait erat dengan muatan informasi (*information content*) yang terkandung dalam informasi itu sendiri, apakah cukup relevan dan bermakna bagi aktivitas pasar modal atau tidak. Sedangkan dari segi distribusi informasi sangat tergantung dari kemudahan para investor untuk mendapatkan kemudahan dalam mengakses informasi dengan biaya yang murah.

Penelitian mengenai pengaruh informasi publik yang dipublikasikan secara luas terhadap kecepatan reaksi pasar modal banyak sekali dikaitkan dengan masalah pasar modal yang efisien. Pasar modal efisien mengandung pengertian bahwa harga dan tingkat keuntungan saham di pasar modal tersebut telah merefleksikan berbagai informasi yang relevan. Setiap informasi baru pada suatu pasar modal yang efisien akan dengan cepat terefleksi pada harga dan membentuk suatu tingkat keuntungan saham yang wajar di pasar modal tersebut. Semakin cepat informasi tersebut terefleksi ke dalam harga saham berarti semakin efisien suatu pasar modal.

2.2 Pengertian Pasar Modal Efisien

Pengertian tentang pasar modal efisien mempunyai arti yang beragam. Beberapa ahli manajemen telah mendefinisikan arti dari pasar modal yang efisien. Pada dasarnya inti dari definisi tersebut adalah sama namun memiliki cakupan yang berbeda. Pengertian pasar modal efisien menurut Weston dan Copeland (1995) adalah *“A security market is said to be efficient if the price instaneously and fully reflects all relevant available information”* (suatu pasar modal dapat disebut sebagai pasar modal yang efisien jika harga merefleksikan secara capat dan penuh semua informasi relevan yang tersedia.

Charles P. Jones (1991) mendefinisikan pasar modal efisien sebagai berikut :

“An Efficient market is defined as one in which the prices of securities fully reflect all known information quickly and accurately” (suatu pasar modal efisien didefinisikan sebagai sesuatu yang mana harga-harga sekuritas secara penuh merefleksikan semua informasi yang diketahui secara cepat dan tepat).

Suad Husnan (1994) mendefinisikan “pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan”.

Dari ketiga pendapat diatas pada dasarnya dapat disimpulkan bahwa harga dan tingkat keuntungan saham di suatu pasar modal yang efisien sebenarnya adalah merupakan cerminan reaksi dari para investor terhadap berbagai informasi yang relevan yang mereka terima, yang kemudian diwujudkan dalam bentuk keputusan-keputusan strategi investasi dari para investor yang berada pada pasar modal tersebut. Berbagai informasi baru yang terkait dengan keuntungan investasi saham akan dengan cepat dimanfaatkan oleh hampir semua investor di pasar modal untuk merubah keputusan-keputusan strategi investasinya, dan dengan segera pula informasi tersebut dapat terfleksi pada harga dan tingkat keuntungan investasi saham pada suatu tingkat yang wajar. Dengan kondisi tersebut maka seorang investor di suatu pasar modal yang efisien tidak akan dapat lagi memiliki keunggulan dalam rangka pengambilan keputusan investasinya untuk menghasilkan suatu tingkat keuntungan diatas rata-rata (*abnormal return*), dengan cara memanfaatkan informasi-informasi relevan yang mereka miliki. Hal tersebut terutama disebabkan karena hampir semua investor yang terlibat dalam kegiatan investasi saham telah memanfaatkan berbagai informasi yang relevan tersebut untuk pengambilan keputusan investasinya.

Berbagai informasi yang relevan yang berpengaruh dalam pembentukan harga dan tingkat keuntungan investasi saham pada tingkat yang wajar, secara umum dapat dikelompokkan dalam tiga macam bentuk informasi, yaitu informasi mengenai perubahan harga saham di masa lalu, informasi publik yang dipublikasikan secara luas dan informasi yang tidak dipublikasikan atau dimiliki secara terbatas. Seberapa luas

cakupan informasi dari ketiga macam bentuk informasi tersebut dapat diserap oleh pasar modal dan seberapa cepat informasi tersebut dapat direfleksikan oleh pasar modal dalam pembentukan harga dan tingkat keuntungan investasi saham yang wajar, merupakan tolok ukur yang sering digunakan dalam menentukan tingkat efisiensi suatu pasar modal.

Suad Husnan (1994) juga menjelaskan bahwa suatu pasar dapat disebut sebagai modal efisien, harus memenuhi beberapa kondisi yang antara lain:

1. Semua informasi yang tersedia dapat diperoleh secara mudah dengan tanpa membayar bagi semua partisipan pasar. Hal ini karena, apabila biaya untuk memperoleh informasi sangat besar, maka sebagian dari investor saja yang mampu mengakses informasi tersebut. Sehingga kemungkinan terjadi manipulasi informasi akan sangat besar. Akibat yang akan terjadi adalah harga saham tidak mencerminkan nilai yang sebenarnya atau dengan kata lain harga menjadi tidak wajar.
2. Tersedianya banyak pembeli dan penjual yang siap untuk mengakses informasi. Hal ini disebabkan, apabila dalam suatu pasar modal terdapat banyak pembeli dan penjual, pasar modal akan semakin kompetitif sehingga akan terjadi harga yang wajar.
3. Tidak ada kerja sama antara penawar dalam melakukan transaksi tersebut.
4. Tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas. Hal ini karena, kalau biaya transaksi dimasukkan dalam harga saham, kemungkinan harga saham akan melonjak sangat besar. Hal ini akan berdampak pada *abnormal return* menjadi sangat tidak signifikan.

5. Transaksi dilantai bursa dilakukan dengan jujur.

Sementara itu Foster (1986) menjelaskan beberapa faktor pendukung yang menentukan agar pasar modal yang efisien dapat tercapai antara lain :

1. Tingkat persaingan antar para analis sekuritas di pasar modal. Setiap analis mencari dan mendeteksi setiap sekuritas yang *mis priced* dan apabila mungkin akan mencibitakan sekumpulan porto folio dengan *zero net invesment* tetapi bukan *zero expected return*. Meskipun para analis dapat mengevaluasi seperangkat informasi yang tersedia secara intensif, Jumlah analis yang banyak dan akan melakukan pengujian terhadap seperangkat informasi yang sama akan dapat meningkatkan kemungkinan bahwa informasi yang cukup bermakna akan cepat tercermin dalam harga saham.
2. *The law of large number*. Setiap analis individual mungkin membuat kesalahan dalam penilaian atau estimasi mereka. Akan tetapi apabila kesalahan-kesalahan yang mereka lakukan tersebut bersifat independen diantara mereka, maka mereka akan didiversifikasi dalam proses penentuan harga. Dengan penjelasan ini mempunyai arti bahwa semakin banyak jumlah analis yang terlibat dan semakin rendah korelasi kesalahan mereka dalam penilaian atau estimasinya, maka pasar akan semakin efisien.
3. Kualitas dan kuantitas informasi yang diterbitkan oleh emiten. Pengungkapan informasi yang cukup akan dapat meminimumkan kesalahan dalam pasar dan menyebabkan harga pasar mencerminkan nilai sebenarnya dari suatu sekuritas. Pengungkapan informasi secara cukup ini jarang ditemui di negara-negara yang sedang berkembang. Sebagaimana penelitian Dawson dalam Foster (1986)

yang menemukan bahwa penjelasan secara umum atas sedikitnya penemuan efisiensi pasar modal pada pasar modal yang kurang berkembang meliputi kurang kuatnya kebutuhan pengungkapan informasi, sedikitnya informasi yang diberikan oleh perusahaan dan kurang kuatnya peraturan akuntansi.

4. Jumlah dan tingkat kemampuan para analis, semakin banyak jumlah analis dengan tingkat kemampuan yang tinggi, harga yang benar dapat segera terwujud. Selama banyak jumlah analis yang kompeten tidak mungkin terjadi harga sekuritas *under price* dalam waktu lama. Dalam lingkungan seperti ini sangat sulit bagi seorang investor untuk memperoleh hasil yang superior. Sebagian sekuritas akan dihargai secara benar dan seseorang akan mampu untuk memperoleh return yang normal secara random dengan tingkat resiko tertentu.

Sedangkan menurut Bawazer dan Rahman (1991) keuntungan yang akan didapat oleh pihak investor dan para pelaku pasar modal dalam pasar modal yang efisien adalah:

1. Emiten akan lebih mudah membuat keputusan-keputusan investasi karena tidak biasanya ukuran yang dipakai.
2. Para pemodal dapat bebas memilih berbagai penawaran sekuritas yang menjanjikan hasil yang optimal.

Sebaliknya apabila suatu pasar modal tidak efisien maka kondisi ini akan menyulitkan dan merugikan berbagai pihak yang berkepentingan dalam pasar modal, yang diantaranya adalah :

1. Emiten akan kesulitan dalam mengukur kekayaan pemegang saham yang maksimal, karena harga saham tidak mencerminkan nilai yang sebenarnya dilakukan atau apa yang terjadi pada operasi perusahaan.
2. Para pemodal tertentu banyak dirugikan karena dalam kondisi tidak efisien segala manipulasi dapat dilakukan untuk menaikkan harga saham.
3. Mendorong investor untuk mengurangi investasi mereka di pasar modal, karena mereka akan mengalami kesulitan dalam mendeteksi *return*, resiko, dan likuiditas.

Diantara beberapa penelitian tentang pasar modal efisien bentuk setengah kuat ternyata banyak dijumpai adanya beberapa penyimpangan. Penyimpangan-penyimpangan inilah yang yang disebut dengan *anomali pasar*. Diantara anomali yang ada, anomali pasar modal yang banyak dijumpai antara lain :

1. *Price to earning anomaly*. Basu (Foster,1986) menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara PER dan *risk adjusted return* untuk perusahaan di New York Stock Exchange, Bahwa saham dengan PER tinggi akan menghasilkan *return* yang tinggi pula. Secara rasional saham dengan PER rendah itulah yang harus dibeli oleh investor karena akan menghasilkan *return* yang tinggi.
2. *Post earnings announcement anomaly*. Dalam pasar yang efisien sekali pengumuman *earning* dikeluarkan, hal ini tidak mungkin untuk mengembangkan strategi perdagangan yang menguntungkan didasarkan pada besarnya *unexpected eraning*. Jones, Rendemen, Latane (Foster, 1986) menguji pengumuman *earning* kuartalan selama periode 1971-1980. Hasilnya

menunjukkan bahwa pasar tidak mencerminkan kandungan informasi *earning* kuartalan yang menyenangkan ataupun yang tidak menyenangkan pada hari pengumuman *earning*.

3. *January effect*. Foster (1986) menemukan bahwa sejumlah saham-saham tertentu di New York Stock Exchange secara signifikan memperoleh return yang lebih tinggi selama bulan Januari dibandingkan dengan bulan-bulan yang lain. Bukti tentang adanya *january efect* menimbulkan banyak dugaan-dugaan yang harus dicari penyebabnya. Kesalahan yang lebih tinggi untuk bulan Januari terletak pada adanya pajak, biaya transaksi, kenaikan resiko pada bulan Januari ketika perusahaan mulai menerbitkan laporan keuangan tahunan dan sebagainya. Beberapa hipotesa ini tidak konsisten dengan keberadaan pasar efisien dan nampaknya belum ada satu hipotesis pun yang mampu menjelaskan fenomena tersebut.
4. *The Size Effect*. Dalam pasar modal yang efisien juga ditemui adanya anomali pada ukuran perusahaan. Banz dalam (Fuller and Farrel 1987) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan kecil mempunyai return yang lebih besar dibanding perusahaan-perusahaan besar. Analisis ini menunjukkan bahwa secara signifikan statistik dan relevansi empirik yaitu perbedaan *return* dari hasil membeli saham perusahaan kecil dan perusahaan besar. Penelitian lebih lanjut sangat diharapkan untuk menjelaskan ke beradaan anomali ini.
5. *The Weekend effect*. Para peneliti tentang pasar modal juga menemukan anomali dalam bentuk lain yang disebut dengan *the weekend effect*. Hal ini mempunyai arti bahwa dimana terdapat hari yang berbeda return yang

diperoleh pemodal juga berbeda. French et.al (Jacob et.al, 1988, "Investment") menemukan bahwa *return* hari Senin berbeda dengan hari-hari yang lain dalam satu minggu. Hal ini berarti bahwa *return* pada hari senin adalah negatif dan *return* hari Rabu dan Jum'at adalah paling positif.

Sementara itu Suad Husnan (1996) mengatakan bahwa beberapa anomali pasar modal yang efisien hanya ditemukan pada pasar modal di Amerika Serikat, pada saat diterapkan di Indonesia agaknya mengandung beberapa kesulitan. Beberapa penelitian empiris dapat menjadi bukti akan adanya hal tersebut. Perbedaan-perbedaan tersebut mungkin disebabkan karena metodologi penelitian yang digunakan oleh peneliti di Indonesia berbeda dengan metodologi penelitian yang dipakai di Amerika Serikat. Selain itu juga karena pasar modal di Indonesia termasuk pasar modal yang kecil dibandingkan Amerika Serikat, sehingga masalah *thin trading* dapat menimbulkan bias dalam analisis.

Tabel 2.1 Perbandingan Anomali di Amerika Serikat dan di Indonesia

Anomali	Temuan di Amerika	Temuan di Indonesia
<i>Size Effect</i>	Perusahaan kecil memberikan <i>adjusted for risk</i> yang lebih besar dari perusahaan besar	Tidak ditemukan
<i>Price earning ratio</i>	Ditemukan bahwa saham-saham dengan PER kecil <i>return adjusted for risk</i> nya lebih besar dari saham dengan PER tinggi	Tidak signifikan bedanya
<i>Week end effect</i>	Tingkat keuntungan pada akhir minggu lebih besar dari hari-hari lain dalam satu minggu.	Tingkat keuntungan pada hari Rabu lebih tinggi dari hari lain dalam satu minggu.

Selain itu beberapa penelitian tentang efisiensi pasar modal di Indonesia telah menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah (*weak form efficiency*) penelitian tersebut mengindikasikan bahwa harga saham pasar modal Indonesia telah merefleksikan berbagai informasi dari perubahan harga saham dimasa lalu. Kondisi tersebut membawa akibat sulitnya para investor pasar modal Indonesia untuk menghasilkan tingkat keuntungan diatas tingkat keuntungan yang wajar, dengan memanfaatkan informasi dari perubahan harga saham masa lalu.

2.3 Bentuk-bentuk efisiensi pasar

Fama (1973) telah mengembangkan suatu teori yang berkaitan dengan pengkategorian pasar modal berdasarkan tingkat effisiensinya. Fama (1973) membagi pasar modal dalam tiga kategori, yaitu pasar modal dalam bentuk “efisien lemah” (*weak form efficiency capital market*), pasar modal dalam bentuk “efisiensi setengah kuat” (*semi strong form efficiency capital market*), dan pasar modal bentuk “efisiensi kuat” (*strong form efficiency capital market*). Dasar yang digunakan Fama (1973) dalam menentukan tingkat effisiensi pasar modal tersebut adalah dengan melihat seberapa jauh harga dan tingkat keuntungan investasi saham telah dapat merefleksikan berbagai informasi yang relevan, yang terkait dengan kegiatan perdagangan saham.

Menurut Fama (1973), kategori pasar modal yang paling rendah adalah pasar modal yang masih berada dalam bentuk effisiensi yang lemah. Harga dan tingkat keuntungan investasi saham di pasar modal dalam bentuk effisien yang lemah baru dapat merefleksikan bentuk informasi yang berkaitan dengan perubahan harga di masa lalu, akan tetapi belum dapat merefleksikan berbagai bentuk informasi yang

dipublikasikan maupun bentuk informasi yang dimiliki secara terbatas. Dengan telah terefleksikannya informasi perubahan dimasa lalu pada harga dan tingkat keuntungan saham maka informasi tersebut tidak lagi dipandang oleh para investor sebagai suatu informasi yang penting dalam proses pengambilan keputusan investasinya. Hal tersebut terutama disebabkan karena analisis yang dilakukan oleh seorang investor atas berbagai informasi perubahan dimasa lalu tidak lagi dapat memberikan suatu tingkat keuntungan diatas tingkat keuntungan rata-rata yang dapat direalisasi (*abnormal return positif*) di pasar tersebut.

Bentuk pasar modal yang kedua yang memiliki peringkat lebih tinggi menurut kategori Fama (1973) adalah pasar modal dalam bentuk efisien setengah kuat. Pasar modal dalam bentuk efisien setengah kuat memiliki karakter, bahwa harga saham tidak saja telah dapat merefleksikan bentuk informasi mengenai perubahan harga dimasa lalu, tetapi telah juga dapat mencerminkan berbagai bentuk informasi yang dipublikasikan secara luas bagi investor. Dengan kondisi tersebut, maka berbagai informasi yang dipublikasikan bagi para investor sudah tidak berarti lagi untuk digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Analisis atas kedua informasi tersebut tidak akan memberikan suatu tingkat keuntungan abnormal yang cukup berarti bagi investor. Suad Husnan (1996) mengemukakan bahwa pegujian bentuk efisiensi setengah kuat ditujukan untuk mengetahui apakah harga saham benar-benar mencerminkan informasi yang dipublikasikan. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui besarnya rata-rata *abnormal return* terhadap seluruh saham yang diamati (AAR_t) pada saat dipublikasikannya suatu informasi yang digunakan sebagai dasar dari pengujian.

Kategori pasar modal yang ketiga yang memiliki kategori tertinggi adalah pasar modal dalam bentuk efisien kuat. Menurut Fama (1973) pasar modal dengan bentuk efisien kuat, para investor yang memiliki informasi yang tidak dipublikasikan tidak lagi memiliki keunggulan superioritas dalam mengembangkan strategi investasinya. Pengujian pasar modal bentuk kuat ini didasarkan pada *private information* yang diperoleh dari *insider information*. Pengujian ini dilakukan terhadap hipotesa yang menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang telah dipublikasikan, tetapi juga informasi yang mungkin tidak diketahui umum.

Reiley (1989) membedakan efisiensi pasar modal dalam dua jenis, yakni efisiensi internal (*internal efficiency*) dan efisiensi eksternal (*eksternal efficiency*). Suatu pasar modal akan semakin memiliki efisiensi internal apabila biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas (*transaction cost*) semakin rendah. Jadi *internal efficiency* dikaitkan dengan besarnya biaya untuk melakukan pembelian atau penjualan sekuritas. Sedangkan derajat *eksternal efficiency* akan ditentukan oleh kecepatan penyesuaian harga sekuritas di pasar modal, terhadap informasi baru. Informasi baru tersebut antara lain dapat menyangkut perubahan faktor-faktor fundamental perusahaan, keadaan ekonomi makro dan sebagainya. Dengan kata lain, apabila harga saham-saham di pasar modal mencerminkan semua informasi yang ada dan berhubungan dengan sekuritas tersebut, maka pasar modal akan memiliki efisiensi eksternal yang semakin tinggi. Dari pengertian ini dapat disimpulkan bahwa jenis efisiensi ini lebih dikaitkan dengan informasi. Artinya tingkat efisiensi pasar modal akan diukur secara informasional (*informationally efficient market*).

Demikian pula dengan Suad Husnan (1996) membedakan efisiensi pasar dalam *internal efficiency* dan *eksternal efficiency*. Menurut Suad Husnan, *eksternal efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. Sebaliknya dengan *internal efficiency* justru menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang benar, tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin.

Berkaitan dengan faktor-faktor yang mampu mempengaruhi karakteristik dari konsep pasar modal, Foster (1986) mengemukakan, bahwa karakteristik dari suatu konsep pasar modal efisien adalah :

1. Penentuan efisiensi pasar modal akan dikaitkan dengan informasi-informasi. Artinya bahwa derajat efisiensi pasar modal akan ditentukan oleh jenis informasi yang digunakan dalam penilaian efisiensi pasar modal tersebut.
2. Proses penentuan efisiensi pasar modal akan berhubungan dengan variabel-variabel agregat (*aggregate market variables*), seperti harga sekuritas dan tingkat keuntungan sekuritas.
3. Konsep pasar modal efisien memusatkan perhatian pada hubungan *ex-ante* (yang sudah terjadi) antara distribusi tingkat keuntungan sekuritas dengan isi dari berbagai informasi yang sudah ada.

2.4 Metoda “Event Study”

Metoda yang digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa tertentu dengan pendekatan pergerakan harga saham adalah metoda *event study*. Kritzman (1994) mengatakan bahwa metoda *event study* bertujuan untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dengan *return* yang diperoleh dari surat berharga tersebut. Selain itu Peterson (1989) mengatakan bahwa metode *event study* digunakan untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat suatu peristiwa tertentu dalam suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal. Sebagian besar metode *event study* digunakan untuk menguji reaksi pasar sehubungan dengan adanya *event* yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi dan bisnis. Namun seiring dengan perkembangan metode *event study* itu sendiri maka metode ini juga digunakan oleh Fama dan French (1973) untuk menguji efisiensi suatu pasar modal.

Hasil dari penelitian Fama (1973) dengan metode *event study* mengatakan, apabila suatu pasar modal telah efisien dalam bentuk setengah kuat, maka suatu pengumuman suatu informasi yang dipublikasikan hanya akan menimbulkan reaksi terjadinya lonjakan rata-rata *abnormal return* dalam waktu yang relatif sangat singkat. Hal tersebut disebabkan karena pasar akan segera bereaksi dengan menyerap informasi yang dipublikasikan tersebut dan merefleksikannya pada pembentukan tingkat keuntungan yang wajar dari investasi saham. Para investor pada suatu pasar modal yang telah efisien setengah kuat, akan segera bereaksi menganalisis suatu informasi yang berasal dari pengumuman yang dipublikasikan dan memanfaatkannya dalam pengambilan keputusan investasi saham. Dengan telah dimanfaatkannya

informasi yang telah dipublikasikan tersebut oleh oleh hampir semua investor di pasar modal, maka masing-masing investor tidak dapat mengambil kesempatan untuk memanfaatkan suatu informasi yang dipublikasikan untuk menghasilkan suatu keuntungan diatas tingkat keuntungan yang wajar secara konsisten dalam waktu yang lama. Kondisi tersebut pada akhirnya akan segera menghilangkan lonjakan rata-rata *abnormal return* dari saham yang dijadikan sampel.

Untuk memudahkan dalam kegiatan pengamatan dan analisis tentang adanya *abnormal return* pada saat dipublikasikan suatu informasi, biasanya didukung pula dengan metode analisis statistik “uji beda rata-rata (*Test for means*)”. Dalam analisis dengan uji beda rata-rata akan diamati apakah nilai *abnormal return* pada hari pengumuman, memiliki perbedaan yang signifikan. Pengujian beda rata-rata tersebut untuk selanjutnya akan dilakukan pula untuk mengetahui apakah nilai *abnormal return* pada hari-hari tertentu sebelum dan setelah pengumuman (hari-hari disekitar pengumuman) juga memiliki perbedaan yang signifikan.

Melalui serentetan pengujian tersebut akan memberikan gambaran tentang waktu mulainya ada lonjakan nilai rata-rata *abnormal return* dari saham yang dijadikan sampel, dan gambaran tentang waktu yang dibutuhkan untuk mulai hilangnya lonjakan nilai rata-rata *abnormal return* dari saham yang dijadikan sampel tersebut. Hasil yang didapatkan dari pengujian beda rata-rata tersebut, akan menjadi dasar bagi penentuan kecepatan pasar modal dalam merefleksikan suatu informasi yang dipublikasikan.

2.5 Indikator *Abnormal Return*.

Abnormal return pada dasarnya adalah suatu tingkat keuntungan *abnormal*, yang merupakan hasil selisih antara tingkat keuntungan yang dapat direalisasikan (*actualized return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) oleh investor dari investasinya pada suatu saham. Suad Husnan (1996) menjelaskan bentuk hubungan dari *abnormal return* suatu saham apabila dituangkan dalam bentuk persamaan adalah :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2.1)$$

Dengan

AR_{it} : *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} : *actualized* saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$: tingkat keuntungan yang diharapkan saham i pada hari ke t

Untuk keperluan penghitungan *abnormal return* dari setiap saham yang dijadikan sampel, diperlukan nilai dari variable R_i (tingkat keuntungan yang dapat direalisasikan) dari setiap saham dan nilai dari variabel ER_i (tingkat keuntungan yang diharapkan) dari investasi pada saham i. R_{it} adalah *actual return* yang menunjukkan perbandingan antara besarnya apresiasi atau depresiasi harga saham pada suatu periode ($P_{it}-P_{it-1}$) dengan besarnya harga saham periode sebelumnya (P_{it-1}). Dalam bentuk persamaan hubungan tersebut adalah :

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \quad (2.2)$$

Sedangkan (ER_{it}) akan dihitung dengan menggunakan pendekatan model index tunggal (*single index model*). Pada model index tunggal perhitungan tingkat keuntungan investasi saham yang diharapkan (ER_{it}) sudah dihitung dengan

mempertimbangkan adanya resiko pasar yang akan ikut mempengaruhi perubahan dari tingkat keuntungan saham yang diharapkan.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2.3)$$

Expected return (ER_{it}) diestimasi berdasarkan data historis yaitu dengan mencari nilai dari variable α dan β yang berlaku untuk setiap saham yang dijadikan sample, dengan cara meregresikan tingkat keuntungan harian (*individual return*) dari saham tersebut (R_{it}) dengan tingkat keuntungan pasar harian (*market return*) (R_{mt}). Proses tersebut akan menghasilkan suatu model regresi linear dengan nilai-nilai dari tiap variable yang diharapkan, yang kemudian dapat digunakan untuk penghitungan nilai $E(R_{it})$ dari setiap sampel saham.

Setelah diketahui besarnya *abnormal return* dari masing-masing saham, pengujian dilakukan dengan mencari besarnya rata-rata *abnormal return* (AAR_t) dari masing-masing saham yang diamati dengan cara membagi jumlah *abnormal return* seluruh saham yang diamati dengan jumlah saham yang diamati, atau dinotasikan :

$$AAR_t = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (2.4)$$

Selanjutnya dilakukan uji statistik terhadap rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diamati saat informasi dipublikasikan. Lebih lanjut Suad Husnan (1996) menjelaskan, bahwa untuk mengetahui perkembangan *abnormal return* selama beberapa periode, dapat dihitung dengan menggunakan *cumulative average abnormal return* (CAAR).

2.6 Pengertian *Disclaimer*

Peristiwa pengumuman opini *disclaimer* terhadap laporan keuangan perusahaan tahun 1998 terhadap 27 emiten oleh pihak Bursa Efek Jakarta pada tanggal 6 Maret 2000 adalah merupakan suatu pengumuman atau informasi yang berkaitan dengan kinerja emiten. Opini *disclaimer* merupakan suatu opini yang diberikan oleh akuntan publik apabila terdapat keraguan akuntan atas kelangsungan usaha perseroan untuk masa 12 bulan mendatang. Dengan demikian laporan keuangan dengan opini *disclaimer* dari akuntan tidak mampu memberikan nilai prediktif bagi pemodal untuk dapat digunakan dalam keputusan investasinya.

Seperti yang telah diketahui bahwa pada umumnya setiap perusahaan yang listing pada Bursa Efek Jakarta harus mengumumkan laporan keuangan tahunan pada publik. Tujuan dari pengumuman laporan keuangan ini adalah agar para investor mengetahui kinerja dari perusahaan yang bersangkutan selama satu tahun yang lalu. Dengan adanya informasi tersebut investor dapat memperkirakan prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini menyangkut strategi investor dalam mengambil keputusan membeli atau menjual saham suatu perusahaan. Setiap laporan keuangan yang dipublikasikan pada umumnya telah diperiksa oleh akuntan publik. Akuntan publik akan memberikan opini (*accountant's opinion*) terhadap setiap laporan keuangan yang telah diperiksanya tentang kewajaran laporan keuangan. Opini akuntan yang akan diberikan ada empat macam, yang meliputi :

- a. *Unqualified Opinion* (pendapat setuju tanpa pembatasan atau wajar tanpa pengecualian)

- b. *Qualified Opinion* (pendapat setuju dengan pembatasan atau wajar dengan syarat)
- c. *Adverse Opinion* (pendapat tidak setuju)
- d. *Disclaimer of Opinion* (menolak memberi pendapat atau tanpa pendapat)

Untuk lebih jelasnya dibawah ini akan dijelaskan satu persatu tentang opini yang dikeluarkan oleh akuntan publik.

2.6.1 *Unqualified Opinion* (pendapat wajar tanpa pengecualian)

Unqualified opinion sering disebut juga *clean opinion* merupakan pendapat akuntan publik yang paling didambakan oleh setiap klien atau langganan. Opini setuju tanpa pembatasan (wajar tanpa pengecualian) ini dapat dijumpai pada alenia ke dua dari laporan akuntan yang berbentuk standar. Penyajian laporan keuangan ini adalah sesuai dengan Prinsip Akutansi Indonesia, yang diterapkan secara konsisten dan mengandung penjelasan-penjelasan yang diperlukan sehingga tidak menyesatkan pemakainya.

Manakala ruang lingkup dan temuan-temuan pemeriksaan secara keseluruhan tidak tepat untuk mendukung diberikannya opini *unqualified*, maka auditor akan memberikan opini berupa *qualified opinion*, *adverse opinion*, atau *disclaimer of opinion*. Oleh karena itu pendapat *unqualified opinion* dapat diberikan kalau laporan keuangan yang diperiksa telah memenuhi persyaratan atau kriteria kewajaran dan akuntan publik dapat melaksanakan seluruh prosedur pemeriksaan sesuai dengan norma pemeriksaan akuntan.

2.6.2 *Qualified Opinion* (pendapat dengan catatan)

Pendapat ini diberikan apabila akuntan publik menaruh keberatan atau pengecualian yang bersangkutan dengan kewajaran penyajian laporan keuangan, atau dalam keadaan dimana laporan keuangan tersebut secara keseluruhan adalah wajar kecuali untuk hal-hal tertentu yang menyebabkan kualifikasi pendapat. Kualifikasi pendapat dapat terjadi karena hal-hal sebagai berikut :

1. Pembatasan lingkup pemeriksaan
2. Ketidak sesuaian dengan prinsip akuntansi
3. Perbedaan pendapat antara akuntan publik dengan klien yang dalam hal ini akuntan berpendapat atau merasa bahwa perlu dibuat penyesuaian tetapi klien menolak.
4. adanya ketidak pastian yang tidak dapat diperhitungkan.

Pada umumnya alasan-alasan yang menyebabkan kualifikasi pendapat dimuat dalam alinea tengah kemudian alinea pendapat dikualifikasikan dengan menunjuk alasan yang dikemukakan dalam alinea tengah tersebut.

2.6.3 *Adverse Opinion* (pendapat tidak setuju)

Pendapat tidak setuju ini adalah suatu pendapat bahwa laporan keuangan menyajikan secara tidak wajar keadaan keuangan dan hasil operasi seperti yang disyaratkan dalam Prinsip Akutansi Indonesia. Hal ini diberikan oleh akuntan karena pengecualian atau kualifikasi terhadap kewajaran penyajian bersifat demikian materiilnya. Dalam memberikan pendapat tidak setuju, akuntan publik harus mengungkapkan semua alasannya yang cukup penting yang biasanya disajikan pada

alinea tengah dari laporannya, dan akuntan publik harus memperoleh keyakinan dan benar-benar mengetahui bahwa laporan keuangan yang bersangkutan tidak wajar.

2.6.4 *Disclaimer of Opinion* (menolak memberi pendapat)

Opini *disclaimer* diberikan oleh akuntan publik karena pada laporan keuangan yang diperiksa menunjukkan ketidakpastian yang menyebabkan akuntan tidak dapat memberikan pendapat terhadap laporan keuangan perusahaan. Ketidakpastian tersebut antara lain dapat disebabkan oleh adanya pembatasan lingkup pemeriksaan oleh perusahaan yang bersangkutan sehingga akuntan tidak mempunyai dasar untuk memberikan pendapat.

Keadaan-keadaan yang dapat menyebabkan diterbitkannya laporan akuntan tanpa pendapat adalah :

1. Akuntan publik berkedudukan tidak bebas terhadap pihak yang diperiksa.
2. Akuntan publik hanya sebagai penyusun dan bukannya melakukan pemeriksaan laporan keuangan.
3. Luas pemeriksaan dibatasi sedemikian rupa sehingga akuntan publik tidak dapat melaksanakan pemeriksaan sesuai dengan norma pemeriksaan akuntan.
4. Adanya ketidak pastian yang luar biasa yang sangat mempengaruhi kewajaran laporan keuangan.
5. Pengawasan interen sangat jelek sehingga akuntan publik tidak dapat menyakinkan diri akan reabilitas data dan bukti dengan kata lain bahwa bukti yang cukup dan kompeten tidak dapat diperoleh dalam pemeriksaannya.

6. Pendapat *disclaimer* tersebut dapat diubah menjadi “wajar tanpa pengecualian” (*unqualified opinion*) apabila perusahaan dapat mengurangi hal-hal yang menyebabkan ketidakpastian itu.

Sedangkan menurut Fauzi (1995) beberapa keadaan umum yang menghendaki adanya variasi dalam pemberian pendapat (opini) oleh para akuntan tersebut adalah:

1. Ruang lingkup pemeriksaan dibatasi atau dipengaruhi oleh :
 - a. Kondisi-kondisi yang menghalangi penerapan prosedur-prosedur pemeriksaan yang dipandang perlu untuk diaplikasikan didalam lingkungan pemeriksaan.
 - b. Pembatasan-pembatasan yang dipaksakan oleh langganan.
 - c. Karena bagian dari pemeriksaan telah dilakukan oleh akuntan publik
2. Laporan keuangan tidak menyajikan secara layak posisi keuangan atau hasil-hasil operasi disebabkan oleh:
 - a. Ketidaksesuaian dengan prinsip akuntansi yang diterima umum.
 - b. Pengungkapan tidak memadai.
 - c. Prinsip akuntansi tidak diterapkan secara konsisten.
 - d. Adanya ketidak pastian luar biasa sehubungan dengan perkembangan-perkembangan mendatang, yang efek-efeknya tidak dapat diperkirakan secara layak atau ditentukan dengan memuaskan.

Selain keempat macam opini tersebut menurut Fauzi (1995), dalam praktek dikenal adanya *piecemeal opinion* (pendapat setotong-sepotong), yaitu pendapat yang sebenarnya merupakan *adverse opinion* tetapi dimodifikasi sedemikian rupa sehingga

terkesan seolah-olah *qualified opinion*. Pendapat demikian tidak dapat dibenarkan. Namun lazimnya terpaksa diberikan oleh akuntan publik, baik atas permintaan langganan atau tidak, dengan alasan dan pertimbangan ekonomis.

Pendapat sepotong-potong ini bukan merupakan jenis pendapat ke lima tetapi hanya satu cara mengungkapkan pendapat “tidak setuju” atau “menolak memberi pendapat” dengan uraian tambahan atau pendapat terhadap masing-masing pos yang diperiksa. Pendapat terhadap masing-masing pos ini harus tidak mengaburkan pendapat akuntan publik terhadap laporan keuangan secara keseluruhan.

Dengan diumumkannya opini *disclaimer* untuk laporan keuangan tahun 1998 oleh Bursa Efek Jakarta terhadap 27 emiten yang listing di Bursa Efek Jakarta diperkirakan akan mempengaruhi harapan para investor tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Sehingga secara tidak langsung akan berpengaruh terhadap harga saham ke-27 emiten tersebut. Adanya pengumuman *disclaimer* akan ditafsirkan oleh investor sebagai kabar buruk atas kinerja manajemen perusahaan. Oleh karena itu, dengan adanya informasi mengenai laporan keuangan *disclaimer*, diperkirakan pasar akan bereaksi secara cepat dan harga saham akan turun sebagai akibat dari refleksi kandungan informasi tersebut. Turunnya harga saham ini diperkirakan akan mengakibatkan *actual return* menurun lebih rendah dari yang diperkirakan (*expected return*), sehingga akan menimbulkan *excess return* dibawah return yang diperkirakan (*abnormal return*).

2.7 Review Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai reaksi pasar modal dengan menggunakan metode *event study* dan informasi publik serta pengaruh laporan keuangan terhadap perubahan harga saham antara lain dilakukan oleh Beaver (1968). Beaver meneliti tentang bentuk-bentuk kajian mengenai kemampuan pasar modal dalam merefleksikan berbagai informasi yang relevan yang akan berpengaruh pada pembentukan harga dan tingkat keuntungan investasi saham, pada suatu tingkat yang wajar. Penelitian lain juga dilakukan oleh Jesen dan Benington (1970), Petit (1972) dan Aharoni dan Swary (1980). Ketiga peneliti tersebut melakukan penelitian di Amerika Serikat. Penelitian mengenai efisiensi pasar modal dengan menggunakan informasi publik berupa pengumuman laporan keuangan pada di Indonesia (Bursa Efek Jakarta) dilakukan oleh Rusiti (1990), Husnan dan Hanafi (1991), Bawazir dan Rahman (1991), Amsari (1993), Mangande (1994), Husnan dan Hanafi dan Wibowo (1995) Manurung (1996), Hanafi (1997), Farid dan Nur Indriantoro (1998), Marwan Asri (1998), Mutamimah et.al (1999)

Penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968) mengenai efisiensi pasar modal adalah salah satu kajian dari bidang keuangan yang banyak menjadi perhatian para ahli. Beaver meneliti tentang bentuk-bentuk kajian mengenai kemampuan pasar modal dalam merefleksikan berbagai informasi yang relevan yang akan berpengaruh pada pembentukan harga dan tingkat keuntungan investasi saham, pada suatu tingkat yang wajar. Dalam penelitiannya Beaver (1968) mengamati tentang pengaruh pengumuman laba terhadap pergerakan harga saham. Penelitian ini berusaha untuk mengestimasi besarnya return suatu saham jika tidak ada pengumuman laba dengan menggunakan

model indeks tunggal (*market model*). Hasil dari estimasi dibandingkan dengan *actual return* saham sebagai akibat adanya pengumuman laba. Hasil dari penelitian Beaver (1968) menunjukkan bahwa pada minggu dimana laba diumumkan terjadi adanya *abnormal return* saham yang cukup signifikan. Dalam penelitian tersebut juga ditemukan pula bahwa harga saham juga berfluktuasi sangat signifikan pada minggu dimana laba diumumkan. Temuan ini menunjukkan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi yang cukup tinggi sehingga terjadi fluktuasi harga saham pada saat laba diumumkan.

Jensen dan Benington (1970) melakukan penelitian tentang perilaku harga saham di New York Stock Exchange (NYSE) untuk periode tahun 1930-1965. Penelitian tersebut mengamati tentang hubungan harga saham bulanan dengan dividen setiap saham. Dengan mengambil sample sebanyak 74 saham perusahaan. Periode pengamatan dibagi menjadi 7 sub periode yang masing-masing 5 tahun. Hasil penelitian Jensen dan Benington menunjukkan bahwa perilaku harga saham di pasar efisien bersifat random (acak).

Penelitian tentang pasar efisien juga dilakukan oleh Pettit (1972). Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh informasi pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham dan kecepatan reaksi pasar. Untuk mengukur kandungan informasi pengumuman dividen, Pettit (1972) menggunakan variabel *abnormal return*. Data yang digunakan Pettit adalah data harga saham harian dan data bulanan pengumuman dividen dan data triwulan berupa pendapatan (*earning*). Periode penelitian selama lima tahun (1964-1969). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa harga-harga saham menyesuaikan secara cepat dan tepat pada hari pengumuman

dividen dan hari sesudahnya. Temuan ini menunjukkan bahwa pengumuman perubahan dividen memiliki kandungan informasi yang cukup berarti bagi para pemodal dalam menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Para investor memandang bahwa dividen adalah informasi mengenai *future income* dan bukan *current income* perusahaan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa pasar modal berada pada tingkat efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*).

Penelitian yang dilakukan oleh Aharoni dan Swary (1980) bertujuan untuk menilai apakah perubahan dividen membawa informasi yang tercermin pada perilaku perubahan harga saham. Penelitian ini merupakan penelitian yang lebih teliti dibanding dengan penelitian sejenis yang dilakukan sebelumnya. Hal ini karena Aharony dan swary telah memisahkan antara pengumuman *earning* (pendapatan) dan pengumuman dividen yang sering bersamaan waktunya. Data pengumuman dividen digunakan jika tidak diketahui atau diikuti oleh pengumuman *earning* dalam jangka waktu 11 hari perdagangan. Data dikelompokkan menurut perubahan dividen yaitu dividen naik, dividen tetap, dan dividen turun.

Variabel yang digunakan untuk mengukur kandungan informasi pengumuman pendapatan dan dividen adalah abnormal return dan rata-rata abnormal return. Model yang digunakan untuk memprakirakan abnormal return adalah *market model* (*single index model*). Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa pengumuman perubahan dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat dari pada pengumuman *earning*. Kenaikan dividen akan diikuti oleh kenaikan harga saham dan penurunan dividen akan diikuti penurunan harga saham secara cepat dan tepat, keadaan ini mendukung hipotesis bahwa pengumuman laporan keuangan berpengaruh terhadap harga saham.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Hanafi et.al (1991) untuk menguji apakah terjadi efisiensi bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta. Untuk menguji efisiensi bentuk setengah kuat ini mereka menggunakan informasi harga perdana emisi saham masa pasca deregulasi pada tahun 1990. Guna menjawab pertanyaan tersebut, dilakukan penelitian dengan menggunakan data mingguan harga-harga saham selama tahun 1990 yang dipilih sebanyak 38 saham yang melakukan emisi. Model yang digunakan adalah *market model*, untuk menaksir besarnya *abnormal return* yang diperoleh. Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian mereka menunjukkan bahwa dengan menggunakan informasi mengenai harga saham yang melakukan emisi, nampaknya efisiensi bentuk setengah kuat masih belum terpenuhi karena masih adanya *abnormal return* yang diperoleh para pemodal. Pada hal jika terjadi efisiensi bentuk setengah kuat maka para pemodal tidak bisa memperoleh *abnormal return* sehari setelah saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Bawazer dan Rahman (1991). Mereka menganalisis 70 jenis saham yang dikategorikan cukup aktif. Pengujian yang dilakukan adalah pengujian relevansi kebijakan dividen (RKD) pada tahun 1988 dan 1989 dan emisi pasar untuk periode 1988-1990. Untuk mengetahui relevansi kebijakan dividen, pertama kali perlu diketahui efisiensi pasar agar interaksi kedua masalah tersebut dapat lebih teruraikan. Bentuk efisiensi pasar yang diuji oleh mereka adalah *weak form efficiency* (efisiensi bentuk lemah) dengan menggunakan *random walk*. Tahap pengujian yang dilakukan adalah dua tahap, yaitu pengujian distribusi return dan pengujian serial auto korelasi. Hasil penelitian yang diperoleh disimpulkan bahwa 70 jenis saham yang diteliti. Ternyata sebanyak 60 jenis saham tidak mengikuti model

random walk. Keadaan ini menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta belum dapat dikatakan efisien dalam bentuk lemah.

Rusiti (1990) meneliti reaksi harga saham terhadap informasi laporan keuangan menggunakan pendekatan hipotesis pasar efisien. Informasi yang digunakan adalah data histories dan informasi yang dipublikasikan berupa pengumuman dividen. Informasi data histories berupa harga saham digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah, sedangkan informasi pengumuman dividen digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk kuat. Data yang digunakan adalah harga pasar saham bulanan, tanggal pengumuman dividen, dividen yang dibagikan, dan Index harga saham gabungan bulanan. Periode waktu yang diteliti selama tahun 1986 sampai dengan tahun 1989. Sampel yang digunakan sebanyak 15 jenis saham perusahaan yang go-publik dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan kriteria berdasarkan urutan tanggal pencatatannya dibursa.

Alat uji yang digunakan untuk menguji efisiensi bentuk lemah adalah test run, test korelasi dan test filter. Efisiensi bentuk setengah kuat diuji dengan menggunakan *market model* untuk menentukan *abnormal return* yang terjadi. Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian Rusiti menunjukkan bahwa harga saham di Bursa Efek Jakarta periode 1986-1989 atas 15 dari 24 perusahaan yang Go-publik sebelum tahun 1987 sepenuhnya merefleksikan dengan cepat dan tepat informasi relevan dimasa lampau maupun informasi yang dipublikasikan berupa pengumuman dividen. Jika sample dianggap mewakili populasi berarti Bursa Efek Jakarta telah efisien dalam bentuk lemah dan setengah kuat.

Amsari (1993) melakukan penelitian mengenai pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan adalah harga saham harian dan Indeks harga saham harian. Sampel yang diambil sebanyak 47 jenis saham dari 57 saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada akhir tahun 1989. Periode yang diamati selama 3 tahun (1990-1992). Perubahan dividen dibagi dalam tiga kelompok yaitu dividen naik, dividen tetap dan dividen turun. Model yang digunakan untuk menaksir *abnormal return* adalah *market model*. Pengujian Hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji distribusi dua sisi pada tingkat significant 5%. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham di pasar modal Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta. Hal ini berarti bahwa Bursa Efek Jakarta belum effisiensi dalam bentuk setengah kuat.

Mangande (1994) meneliti effisiensi Bursa Efek Jakarta sebelum dan sesudah swastanisasi. Sampel yang digunakan sebanyak 60 saham dari 153 perusahaan yang telah Go-Publik pada tanggal 1 Januari 1991. Penentuan jumlah sample berdasarkan random sampling secara sederhana. Periode waktu yang diteliti adalah tanggal 1 January 1991 sampai dengan tanggal 16 April 1992 (sebelum swastanisasi) dan tanggal 17 April 1992 sampai tanggal 31 Desember 1992 (sesudah swastanisasi). Alasan pemilihan waktu tersebut adalah bahwa penelitiannya hanya effisiensi sebelum dan sesudah swastanisasi Bursa Efek Jakarta.

Data harga saham yang diteliti oleh Mangande berupa harga saham harian selama periode yang diteliti. Pengujian effisiensi pasar yang dilakukannya ditujukan untuk menguji effisiensi bentuk lemah. Alat pengujian yang digunakan adalah test statistik berupa *run test* dan test autokorelasi (*serial test*). Hasil penelitian menunjukkan

bahwa harga saham di Bursa Efek Jakarta berubah secara acak atau berkorelasi cukup tinggi antara harga saat ini dengan harga sebelumnya baik sebelum maupun sesudah swastanisasi. Hal ini berarti bahwa Bursa Efek Jakarta belum effisiensi dalam bentuk lemah baik sebelum dan sesudah swastanisasi.

Suad Husnan et.al (1995), meneliti tentang dampak pengumuman laporan keuangan terhadap kegiatan perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *event study* dengan melihat indikator aktivitas volume perdagangan dan variabilitas tingkat keuntungan. Data yang digunakan dalam penelitian adalah harga saham harian di sekitar bulan Maret 1994. Pengamatan terhadap variabel kegiatan perdagangan dan variabilitas tingkat keuntungan dilakukan pada periode 20 hari sebelum dan sesudah pengumuman laporan keuangan. Jumlah sampel yang dipakai adalah 30 saham perusahaan yang dipilih secara random yang go-publik di BEJ. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada periode pengumuman laporan keuangan, kegiatan perdagangan maupun variabilitas tingkat keuntungan lebih tinggi dibandingkan dengan periode diluar pengumuman.

Penelitian yang dilakukan oleh Manurung (1996), melihat adanya kaitan antara return saham dengan pengumuman laba pada Bursa Efek Jakarta. Dalam penelitiannya saham sampel dikelompokkan dalam dua kelompok, yaitu saham yang mengalami kenaikan laba dan kelompok saham yang mengalami penurunan laba. Data yang digunakan adalah harga saham mingguan dan IHSG mingguan selama 52 minggu sebelum dan sesudah tanggal pengumuman laba. Berdasarkan data tersebut dihitung *cumulative abnormal return* dua kelompok saham selama 64 minggu pengamatan.

Ternyata, walaupun kelompok saham yang mengalami kenaikan laba bersih, *cumulative abnormal return*-nya lebih besar dibandingkan dengan kelompok saham yang mengalami penurunan laba, namun perbedaannya tidak signifikan.

Lebih lanjut Hanafi (1997) meneliti tentang informasi laporan keuangan di BEJ dengan menggunakan pendekatan abnormal return, security return variability dan volume trading activity. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sampel saham dari tahun 1991-1994 sebanyak 94 sampel saham untuk semua periode. Saham yang dipilih adalah saham yang menerbitkan laporan keuangannya pada bulan Maret dan Desember pada tahun yang sama. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan mempunyai dampak terhadap pasar. Dampak tersebut terlihat melalui variabel *trading volume activity (TVA)*. Sedangkan indikator *security return variability* bukan merupakan indikator yang baik untuk melihat reaksi pasar. Dalam penelitian tersebut juga terlihat bahwa pasar melakukan antisipasi terhadap pengumuman laporan keuangan, hal ini terlihat dari indikator *abnormal return* yang menunjukkan tren terus menurun ketika laporan keuangan diumumkan.

Farid dan Indiantoro (1998) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengumuman deviden saham. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham seluruh perusahaan yang mengumumkan deviden antara Januari 1992 sampai dengan Desember 1996. Periode tersebut dipilih karena dalam periode tersebut cukup banyak perusahaan yang mengumumkan deviden saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel sejarah dividen perusahaan, ukuran dividen saham dan rata-rata dana dari operasi dan harga saham. Dalam penelitian ini digunakan analisa regresi yang digunakan untuk melihat

hubungan *cumulative abnormal return (CAR)* dengan variabel rata-rata dana operasi dan ukuran distribusi saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ditemukan bukti *abnormal return* periode pengumuman positif bagi perusahaan dengan sejarah baik dan negatif bagi perusahaan dengan sejarah buruk. Artinya tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan dengan sejarah baik dan perusahaan dengan sejarah buruk berkaitan dengan abnormal return. Dalam penelitian ini juga tidak ditemukan bukti bahwa ukuran dividen saham mempengaruhi tingkat *abnormal return* pada periode pengumuman dan tidak ditemukan bukti yang mendukung bahwa *abnormal return* periode pengumuman dipengaruhi oleh rata-rata dana dari operasi perusahaan.

Marwan Asri et.al (1998), melakukan penelitian *event study* tentang reaksi pasar modal Indonesia dengan mengambil event peristiwa politik 27 Juli 1996. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan instrumen *abnormal return* dan *trading volume activity* untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi yang dipublikasikan. Data yang digunakan dalam penelitian dipilih sebanyak 37 sampel saham dengan nilai kapitalisasi terbesar dan merupakan saham –saham yang tergolong likuid. Untuk mencari *expected return* digunakan *single index model* dengan *estimation period* selama 100 hari bursa. Sedangkan periode kejadian selama 21 hari. Pengujian terhadap adanya abnormal return dilakukan dengan mencari selisih antara *actual return* dan *expected return*. Hasil yang didapatkan adalah bahwa pasar bereaksi negatif pada saat peristiwa 27 Juli 1996, hal ini dibuktikan dengan adanya abnormal return negatif yang signifikan.

Mutamimah et.al (1999), melakukan penelitian tentang reaksi harga saham di BEJ terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto dengan pendekatan

hipotesis pasar modal efisien setengah kuat. Data yang digunakan adalah harga saham mingguan untuk setiap sampel jenis saham pada periode 1996-1998 dan Index LQ-45 mingguan pada periode 1996-1998 yang diperoleh dari BEJ. Untuk mencari *Expected return* masing-masing saham digunakan *single index model*. Hasil yang didapat dari penelitian ini adalah bahwa para investor masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto. Hal ini berarti bahwa pasar modal belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Kesamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah sama-sama menguji tentang reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa yang dipublikasikan kepada publik, dengan menggunakan menggunakan metode *event study* dan pendekatan hipotesis pasar modal efisien bentuk setengah kuat. Sedangkan model yang digunakan untuk mengestimasi *return* suatu saham adalah dengan menggunakan *single index model* dan variabel yang digunakan untuk mengukur reaksi harga saham adalah *abnormal return*. Sedangkan model yang digunakan untuk menguji reaksi pasar adalah uji beda rata-rata.

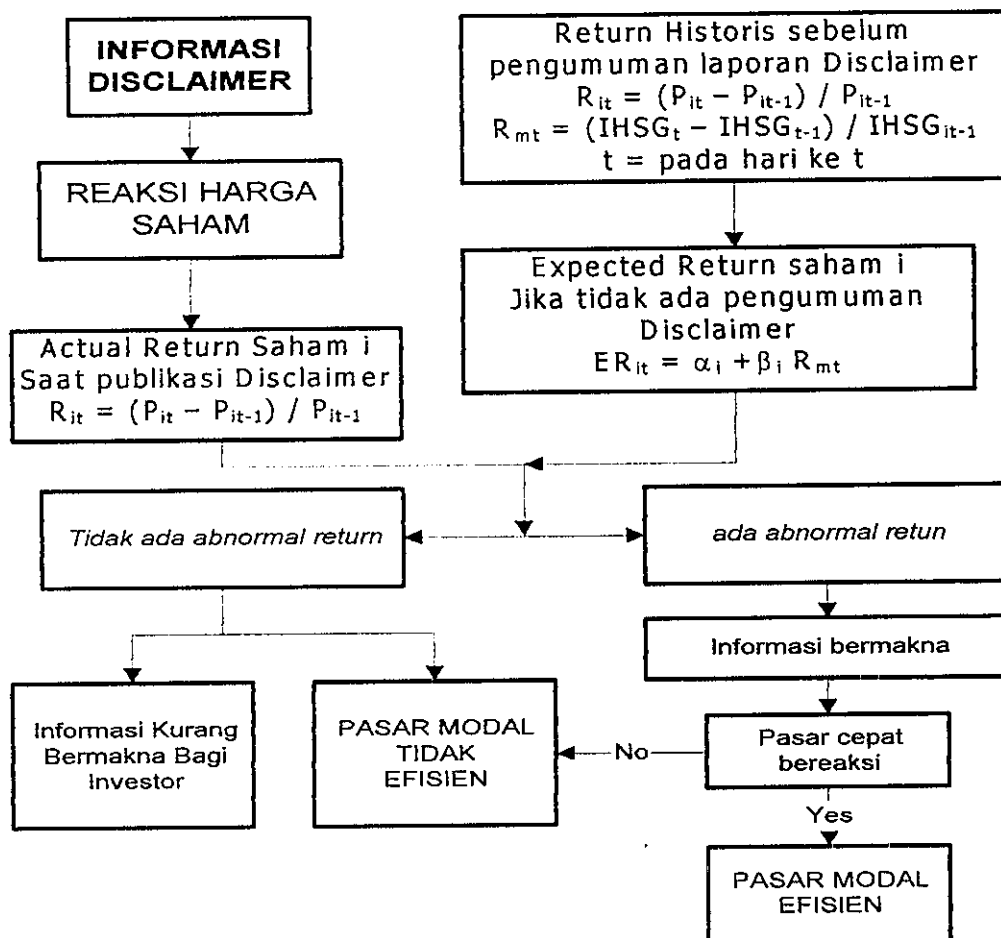
Penelitian tentang Reaksi Harga Saham Terhadap Peristiwa Pengumuman *Disclaimer* adalah merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian dilakukan di Bursa Efek Jakarta, sedang penelitian Beaver (1968), Jesen dan Benington (1970), Petit (1972) dan Aharoni dan Swary (1980) dilakukan di Amerika Serikat. Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan peneliti sebelumnya di Indonesia adalah, peristiwa yang dijadikan *even* adalah peristiwa informasi publik mengenai pengumuman *disclaimer* terhadap laporan keuangan emiten tahun 1998 oleh Bursa Efek Jakarta pada tanggal 6

Maret 2000. Sedangkan peneliti lain menggunakan peristiwa pengumuman dividen, peristiwa politik dan sebagainya sebagai *even*. Periode yang diamati adalah harga saham tahun 1999-2000, data yang digunakan adalah data harian dengan maksud untuk lebih meningkatkan validitas dari uji efisiensi pasar modal.

2.8 Kerangka Pemikiran Teoritis

Setiap investor yang berinvestasi pada saham selalu mengharapkan return yang tinggi, baik dari *capital gain* maupun dari pembagian dividen perusahaan dimasa mendatang. Sebelum melakukan suatu investasi, investor akan memperkirakan return suatu investasi akan diterima di masa yang akan datang dengan melihat prospek dan prestasi perusahaan serta *return* yang akan didapat. Oleh karena itu investor memerlukan informasi tentang kondisi internal (resiko spesifik) dan kondisi eksternal (resiko pasar) yang dihadapi perusahaan. Informasi baru tentang pengumuman *disclaimer* oleh BEJ dapat digunakan sebagai indikator untuk memperkirakan prospek perusahaan dalam memperoleh keuntungan serta return yang diharapkan oleh investor.

Dalam teori tentang pasar modal efisiensi setengah kuat, Fama (1973) mengatakan bahwa harga saham akan bereaksi dengan cepat dengan adanya informasi baru. Adanya informasi baru dari Bursa Efek Jakarta tentang predikat *disclaimer* terhadap laporan keuangan 27 emiten, diperkirakan akan mengakibatkan penurunan harga saham. Hal ini karena informasi *disclaimer* merupakan *Bad News* bagi investor. Perbedaan antara *actual return* dengan *expected return* menunjukkan besarnya *abnormal return* dengan adanya informasi baru tersebut.



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis Pengaruh Pengumuman Disclaimer

Actual return merupakan perbandingan besarnya *depresiasi* (penurunan) harga saham suatu periode dengan besarnya harga saham periode sebelumnya. Sedangkan *expected return* diperoleh dari regresi dengan menggunakan *single index model* terhadap data historis *individual return* dan *market return* sebelum adanya informasi *disclaimer*. Reaksi harga saham terhadap peristiwa pengumuman laporan keuangan *disclaimer* hanya ditekankan pada besarnya *abnormal return*, yaitu selisih antara *actual return* dengan *expected return* jika tidak ada informasi mengenai laporan

keuangan disclaimer. Jika terdapat *abnormal return* dan pasar bereaksi cepat pada saat dipublikasikannya informasi *disclaimer*, maka pasar modal telah efisien. Jika tidak terdapat *abnormal return* maka ada beberapa kemungkinan :

1. Muatan informasi yang dipublikasikan kurang bermakna bagi para investor. Sehingga pasar tidak bereaksi pada saat diumumkannya informasi tersebut. Hal ini terjadi karena informasi itu sendiri tidak memiliki makna bagi investor atau informasi tersebut sudah bocor (terdiskonto) sebelum pengumuman resmi sehingga pada saat dipublikasikan informasi tersebut sudah basi sehingga pasar tidak bereaksi.
2. Syarat pasar modal efisien setengah kuat belum terpenuhi dalam pasar modal tersebut sehingga pasar tidak merespon dengan cepat sebuah informasi yang dipublikasikan.

2.9 Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah serta landasan teori dan kerangka konseptual yang ada, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Diduga peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta menimbulkan rata-rata *abnormal return* yang berbeda secara signifikan dengan nol.
2. Diduga terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman *disclaimer*.

Bab III

Metoda Penelitian

Pada sub bab ini akan diuraikan mengenai aspek-aspek yang terkait dengan metoda penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini. Aspek-aspek tersebut meliputi :

3.1 Jenis dan Sumber Data

Data yang akan digunakan dalam penelitian tentang reaksi harga saham terhadap peristiwa pengumuman *disclaimer* adalah data sekunder yang dari terdiri dari data-data mengenai harga saham harian dan indeks harga saham gabungan yang akan digunakan untuk mencari *return market*, *actual return* saham harian, *expected return* saham, *individual return*, *market return*, *abnormal return*. Sedang *event date* yang akan dipakai adalah pada tanggal 6 Maret 2000. Hal ini karena pada hari dan tanggal tersebut pihak Bursa Efek Jakarta mengumumkan pernyataan *disclaimer* terhadap laporan keuangan 27 emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Untuk mencari besarnya *expected return* saham digunakan analisis regresi dari *single index model* dengan *individual return* sebagai variabel terikat dan *market return* sebagai variabel bebas. Selisih antara *actual return* dan *expected return* adalah merupakan *abnormal return* masing-masing saham.

Data-data tersebut diperoleh dari Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM), dan media informasi harian Bisnis Indonesia. Sedangkan tanggal pengumuman opini *disclaimer* diperoleh dari Siaran Pers Bursa efek Jakarta No. PR-08/BEJ-Kom/0300

tanggal 6-Maret 2000 tentang opini *disclaimer* terhadap 27 emiten untuk laporan keuangan tahun 1998.

3.2 Populasi

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh saham yang laporan keuangan tahun 1998 dinyatakan *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta pada tanggal 6 Maret 2000, dengan jumlah populasi 27 emiten (tabel 1). Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini diambil dari sumber data di Bursa Efek Jakarta. Akan tetapi dari seluruh populasi yang berjumlah 27 emiten, 2 emiten yaitu PT Bank Rama Tbk dan PT Bank Duta Tbk sudah *delisting* dari bursa. Sehingga populasi yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 25 emiten perusahaan.

Tabel 3.1 Daftar Emiten yang memperoleh opini *Disclaimer*

No	Kode	Emiten
1.	BFIN	PT. Bunas Finance Tbk
2.	JKSW	PT. Jakarta Kyoil Steel Works Limited Tbk
3.	LPPF	PT Lippo Pacific Tbk
4.	MITI	PT Siwani Trimita Tbk d/h PT Mandiri Intifinance Tbk
5.	PICO	PT Pelangi Indah Canindo Tbk
6.	GSMF	PT BDNI Capital Tbk
7.	PWON	PT Pakuwon Jati Tbk
8.	KIAS	PT Keramika Indonesia Assosiasi Tbk
9.	PTSP	PT Putra Sejahtera Pionerindo Tbk
10.	DART	PT Duta Anggada realty Tbk
11.	MAMI	PT Mas Murni Indonesia Tbk
12.	SRSN	PT Sarasa Nugraha Tbk
13.	JWJI	PT Waniaindah Busana Tbk d/h PT Indosteel Tbk
14.	ALDI	PT Alter Abadi Tbk
15.	POFI	PT Panca Overseas Finance Tbk
16.	SKLT	PT Sekar Laut Tbk
17.	INTD	PT Inter Delta Tbk
18.	SIPD	PT Sierad Priduce Tbk
19.	SAFE	PT Steady Safe Tbk
20.	MDLN	PT Modernland Realty Tbk
21.	INRU	PT Inti Indorayon Utama Tbk
22.	DSST	PT Dharmala Sakti Sejahtera Tbk
23.	CNBE	PT Concord Benefit Enterprises Tbk
24.	ANSI	PT Anwar Sierad Tbk
25.	FISK	PT Fiskaragung Perkasa Tbk

Sumber : Siaran Pers Bursa efek Jakarta No. PR-08/BEJ-Kom/0300 tanggal 6-Maret 2000

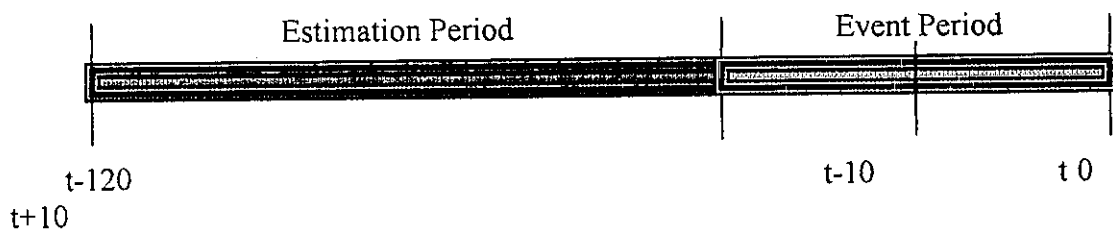
Data yang dipakai adalah data harga saham harian saat penutupan (*closing price*) disekitar tanggal pengumuman *disclaimer* (10 hari sebelum peristiwa pengumuman *disclaimer* dan 10 hari setelah peristiwa pengumuman *disclaimer*). Alasan digunakannya *event period* selama 21 hari adalah untuk menghindari peristiwa-peristiwa lain yang diserap pasar modal Indonesia. Selain itu waktu 21 hari merupakan waktu yang cukup untuk mengamati tingkat kecepatan reaksi harga saham. Sehingga apabila terjadi reaksi *abnormal return* lebih dari 10 hari setelah peristiwa, reaksi tersebut bukan disebabkan oleh peristiwa sebelumnya tetapi peristiwa lain yang mempunyai makna bagi investor (Sidarta Utama, 1998). Oleh karena itu selama 21 hari kita asumsikan tidak terjadi peristiwa yang memiliki pengaruh signifikan terhadap dinamika bursa yang dapat menyebabkan terjadinya *abnormal return* saham. Selain itu untuk mencari *expected return* masing-masing saham dengan menggunakan *single index model* digunakan data harga saham harian saat penutupan (*closing price*) pada 11 hari kerja sebelum pengumuman *disclaimer* sampai dengan 120 hari kerja bursa sebelum pengumuman *disclaimer*. Sehingga total hari amatan untuk mencari *expected return* adalah 110 hari yang merupakan periode estimasi.

3.3 Metoda Pengumpulan Data

Pada penelitian ini metoda pengumpulan data yang digunakan adalah metoda dokumentasi. Metoda dokumentasi adalah suatu metoda pengumpulan data yang tertulis baik dari dokumen-dokumen yang sudah ada maupun dari koran, majalah, jurnal, dan internet. Data-data mengenai harga saham harian dan indek harga saham

harian diperoleh dari harian Bisnis Indonesia dan informasi pasar modal yang diterbitkan oleh *Jakarta Stock Exchange News*.

Periode waktu yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 121 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi (*estimation period*) dan periode kejadian (*event period*). Periode estimasi selama 110 hari, yakni $t-120$ hingga $t-11$ sebelum *event-day* periode kejadian selama 21 hari, yakni terdiri dari 10 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), satu hari pada saat peristiwa (*event-day*), dan 10 hari setelah peristiwa (*post-event*).



Gambar 3.1. Periode Pengamatan

3.4 Metoda Analisis

Metoda analisis yang digunakan untuk menganalisis kecepatan pasar modal dalam merefleksikan suatu informasi yang dipublikasikan adalah menggunakan metoda "*even study*" atau sering disebut sebagai "*studi of announcement*" (Elton and Gruber (1995), Suad Husnan (1991), Haugen (1993), Marwan Asri dan Setiawan (1998) dan model yang dikembangkan oleh Fama dan Fihser, Jensen & Roll (1969) dalam (Makinlay, 1997 dan Peterson, 1989). Sedangkan variabel yang akan diuji adalah variabel *abnormal return* disekitar hari pengumuman *disclaimer*. Pada sekitar hari

pengumuman biasanya akan terjadi gejolak harga saham berupa “reaksi penurunan harga” saham. Pengaruh ini kemudian akan hilang dan kembali seperti semula pada hari-hari setelah pengumuman tersebut, maka langkah-langkah pengujian hipotesis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah :

Langkah-langkah pengujian Hipotesis I :

- i. Mencari *individual return* harian masing-masing saham sebelum informasi dipublikasikan dengan persamaan

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \quad (3.1)$$

Dengan P_{it} = harga saham i pada hari ke t

P_{it-1} = harga saham i pada hari ke t-1

R_{it} = *actual return* saham i hari ke t

2. Mencari *market return* saham berdasarkan data historis sebelum informasi dipublikasikan dengan persamaan

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}} \quad (3.2)$$

Dengan $IHSG_t$ = Index harga saham pada hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = Index harga saham pada hari ke t-1

R_{mt} = *market return* saham i hari ke t

3. Mencari *expectec return* masing-masing saham dengan melakukan regresi untuk mencari α dan β melalui hubungan antara R_{it} dan R_{mt} (*single index model*) dengan persamaan regresi

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3.3)$$

Sedangkan untuk mencari α_i dan β_i dicari dengan persamaan :

$$\beta_i = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \quad (3.4)$$

$$\alpha_i = \frac{\sum Y - \beta(\sum X)}{n} \quad (3.5)$$

Dengan : X = Return pasar (R_{mt})

Y = Return individual (R_{it}) saat *estimation period*

n = periode amatan

4. Mencari rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti pada saat informasi *disclaimer* dengan persamaan

$$AAR_t = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n (R_{it} - ER_{it}) \quad (3.6)$$

AAR_t = rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti, saat informasi disclaimer dipublikasikan

R_{it} = *actual return* masing-masing saham i saat informasi disclaimer dipublikasikan.

ER_{it} = *expected return* masing-masing saham i saat informasi disclaimer dipublikasikan

n = jumlah saham yang diteliti

5. Mencari *cumulative average abnormal return port folio* (CAAR) dengan formula :

$$CAAR = \sum_{i=-10}^{i=+10} \overline{AR}_{Nt} \quad (3.7)$$

6. Melakukan standarisasi *abnormal return (standardized abnormal return)* untuk saham *i* dengan formula :

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{SE_i} \quad (3.8)$$

SAR = *abnormal return* standarisasi saham *i* pada hari ke *t* periode peristiwa

AR_{it} = *abnormal return* saham *i* pada hari ke *t* periode peristiwa

SE_i = kesalahan standar estimasi untuk saham *i*

7. Kesalahan standar estimasi dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$SE_{it} = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^n (R_{ij} - \bar{R})^2}{ne - 2}} \quad (3.9)$$

SE_{it} = kesalahan standar estimasi untuk saham *i*

R_{ij} = return yang terjadi pada saham *i* periode *j* selama periode estimasi

\bar{R} = rata-rata return saham *i* selama periode estimasi

Ne = jumlah hari pada periode estimasi

8. *Abnormal return standardize (ARS_{it})* ini dapat diartikan sebagai nilai *t* hitung untuk masing-masing *abnormal return* saham ke *i*, hari ke *t*. Nilai *t* hitung yang akan dibandingkan dengan nilai *t* tabel. Besarnya *abnormal return standardize* untuk portofolio *k* buah saham untuk hari ke *t* adalah :

$$ARS_t = \frac{\sum_{i=1}^k ARS_{it}}{\sqrt{k}} \quad (3.10)$$

ARS_t = *abnormal return standardize* portofolio hari ke *t* periode peristiwa

ARS_{it} = *abnormal return standardize* saham ke *i* untuk hari ke *t*

k = jumlah emiten saham

9. Menguji Hipotesis apakah peristiwa pengumuman *disclaimer* menimbulkan abnormal return yang signifikan dengan membandingkan nilai t hitung (ARS_{it}) dengan t tabel dengan taraf signifikan 5%, apakah berada pada daerah penerimaan hipotesis nol atau berada dalam daerah penolakan hipotesis nol dengan menggunakan kurva distribusi t.

Langkah-langkah pengujian Hipotesis II :

1. Mencari rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti sebelum dan setelah peristiwa informasi *disclaimer* dengan persamaan

$$AAR_t = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n (R_{it} - ER_{it}) \quad (3.11)$$

Dengan : AAR_t = rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang diteliti, saat informasi disclaimer dipublikasikan

R_{it} = *actual return* masing-masing saham i saat informasi disclaimer dipublikasikan.

ER_{it} = *expected return* masing-masing saham i saat informasi disclaimer dipublikasikan

n = jumlah saham yang diteliti

2. Menghitung rata-rata AAR sebelum peristiwa pengumuman *disclaimer* dengan persamaan :

$$\bar{x}_1 = \frac{\sum AAR_{before\ t}}{n} \quad \text{dengan } n = \text{jumlah hari amatan} \quad (3.12)$$

3. Menghitung rata-rata AAR setelah peristiwa pengumuman *disclaimer* dengan persamaan :

$$\bar{x}_2 = \frac{\sum AAR_{after\ i}}{n} \quad \text{dengan } n = \text{jumlah hari amatan} \quad (3.13)$$

4. Menghitung deviasi standar rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman

$$\sigma_1 = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x}_1)^2}{n_1 - 1}} \quad (3.14)$$

Dengan : x_i = rata-rata AAR hari ke i sebelum peristiwa pengumuman

\bar{x}_1 = rata-rata AAR sebelum peristiwa pengumuman

n_1 = jumlah hari yang diamati sebelum pengumuman

5. Menghitung deviasi standar rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman

$$\sigma_2 = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x}_2)^2}{n_2 - 1}} \quad (3.15)$$

Dengan : x_i = rata-rata AAR hari ke i sebelum peristiwa pengumuman

\bar{x}_2 = rata-rata AAR sebelum peristiwa pengumuman

n_2 = jumlah hari yang diamati sebelum pengumuman

6. Menguji Hipotesis apakah ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman *disclaimer* digunakan model uji beda dua rata-rata (*Hypothesis test for means*), yaitu :

$$t_{hitung} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{(n_1 - 1)\sigma_1^2 + (n_2 - 1)\sigma_2^2}} \sqrt{\frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 - 2)}{n_1 + n_2}} \quad (3.16)$$

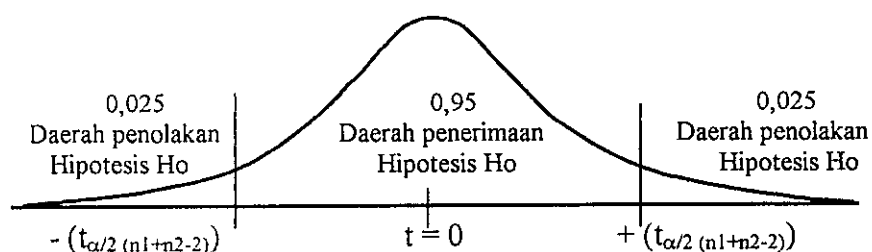
\bar{X}_1 = rata-rata *average abnormal return* (AAR_t) seluruh saham yang diteliti, sebelum peristiwa informasi *disclaimer* diumumkan.

X_2 = rata-rata *average abnormal return* (AAR_t) seluruh saham yang diteliti, sesudah peristiwa informasi *disclaimer* diumumkan.

δ_1 = Deviasi standar rata-rata abnormal return untuk seluruh saham yang diteliti sebelum informasi *disclaimer* diumumkan.

δ_2 = Deviasi standar rata-rata abnormal return untuk seluruh saham yang diteliti sebelum informasi *disclaimer* diumumkan.

n_1, n_2 = Jumlah periode yang diteliti.



Gambar 3.2 Kurva Distribusi Normal

Nilai t kemudian diuji dengan taraf signifikan 5%, apakah berada pada daerah penerimaan hipotesis nol atau berada dalam daerah penolakan hipotesis nol dengan menggunakan kurva distribusi t .

Alasan dengan adanya pengujian hipotesis ini adalah untuk mengetahui apakah peristiwa pengumuman *disclaimer* dapat menimbulkan reaksi terhadap harga saham, sehingga menimbulkan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya peristiwa tersebut

Bab IV

Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1 Pasar Modal Indonesia

Jogiyanto (1998) membagi era pasar modal di Indonesia menjadi enam periode. Periode I adalah jaman Belanda tahun 1912. Periode kedua adalah periode orde lama tahun 1952, periode ketiga adalah periode orde baru tahun 1977, periode ke empat adalah banggunya pasar modal dari tidur panjang tahun 1988, periode kelima adalah periode otonomisasi pasar modal tahun 1995 dan periode keenam adalah periode krisis moneter.

Pasar Modal Indonesia pertama kali berdiri pada jaman penjajahan Belanda dengan nama *Vereniging Voor Effectenhandel* pada tanggal 14 Desember 1912. Pada waktu tersebut mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Sejak kedatangan bangsa Jepang tahun 1942 pasar modal ditutup oleh pihak Jepang dan dibuka kembali oleh pemerintah Indonesia tahun 1952-1960 (masa pemerintahan orde lama). Tujuan dibukanya kembali pasar modal adalah untuk menampung obligasi pemerintah dan mencegah larinya saham-saham perusahaan Belanda ke luar negeri. Hal ini tidak dapat dilaksanakan karena adanya sengketa pihak Belanda dan Indonesia tentang Irian Barat tahun 1960 dan sejak itu pasar modal tidak ada lagi.

Pasar Modal di Indonesia lahir kembali sejak adanya Keppres no 52 tahun 1976 yang menetapkan pendirian Pasar Modal, Bapepam, dan PT Danareksa dan diresmikan oleh Presiden Suharto tanggal 10 agustus 1977. Perusahaan yang pertama

kali mencatatkan sahamnya adalah PT Semen Cibinong. Pada periode ini hanya 24 perusahaan saja yang mencatatkan sahamnya di bursa saham.

Pada tahun 1988 pemerintah mengeluarkan kebijakan PAKTO 88 yang isinya antara lain mengizinkan investor asing memiliki saham perusahaan Indonesia sebesar 49%. Hal ini berdampak pada mengalirnya dana sebesar Rp 4 trilyun ke Bank Indonesia dan dalam waktu 1988-1990 jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa mencapai 238 emiten. Peningkatan aktivitas bursa sangat terasa pada saat PT Bursa Efek Jakarta melakukan kegiatan otomisasi kegiatan transaksi di bursa dengan menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan nama JATS (*Jakarta Automated Trading System*) pada tahun 1995.

4.2 Bursa Efek Jakarta Periode Krisis Moneter

Pada sekitar bulan Juli 1997 banyak sekali negara-negara Asia diantaranya Indonesia, Malaysia, Thailand, Korea Selatan, dan Singapura dilanda krisis moneter. Krisis moneter yang terjadi dimulai dari penurunan nilai mata uang negara-negara Asia terhadap nilai mata uang dollar Amerika. Penurunan nilai mata uang ini disebabkan karena adanya spekulasi dari para pedagang valas, menurunnya kepercayaan masyarakat terhadap pemerintah akibat adanya kolusi, korupsi dan nepotisme, dan yang tidak kalah penting adalah lemahnya fundamental ekonomi negara tersebut. Indonesia merupakan salah satu negara yang paling parah dilanda krisis moneter dan negara yang paling lambat dalam mengatasi krisis yang ada.

Untuk mencegah dampak yang lebih buruk dari krisis moneter ini pihak Bank Indonesia berusaha untuk menaikkan suku bunga sertifikat Bank Indonesia (SBI) hal ini dilakukan untuk menurunkan permintaan akan dollar Amerika. Dengan menaikkan tingkat suku bunga deposito diharapkan para pemilik modal akan tertarik untuk berinvestasi pada deposito, dengan begitu akan menurunkan permintaan dollar AS. Sebagai dampak dari kenaikan SBI beberapa bank swasta nasional juga mulai menawarkan suku bunga deposito dari 25% sampai dengan 50%.

Dengan adanya kenaikan suku bunga yang tinggi akan berakibat para investor tidak tertarik lagi untuk berinvestasi di pasar modal, sebab pendapatan yang diterima oleh investor apabila berinvestasi dideposito lebih tinggi bila dibandingkan dengan berinvestasi pada bursa saham. Tentu saja keadaan ini berakibat negatif bagi pasar modal. Harga saham dipasar modal mengalami penurunan yang cukup drastis. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sejak bulan Juli 1997 tercatat sebesar 750,83 point mengalami penurunan yang sangat drastis sekitar 194,14 point (25,86%) menjadi 546,69 point pada akhir bulan September 1997. Periode tersebut merupakan periode ujian terberat yang dialami oleh pasar modal Indonesia.

Pemerintah terpaksa turun tangan untuk mengatasi masalah lesunya permintaan sekuritas di pasar modal melalui peningkatan aktivitas perdagangan melalui transaksi investor asing. Pada tanggal 3 September 1997 pemerintah tidak lagi membatasi kepemilikan saham investor asing sebanyak 49%. Sebagai konsekuensinya pada saat itu investor asing boleh memiliki saham dengan jumlah yang tidak terbatas. Peraturan pemerintah ini tampaknya belum membawa hasil yang memuaskan. Hal tersebut ditunjukkan bahwa sampai akhir September 1997 jumlah kepemilikan asing hanya

mencapai 27%. Selain itu pemerintah juga melikuidasi 16 bank swasta nasional. Pengumuman yang cukup mengejutkan ini juga tidak banyak membantu memperbaiki lesunya pasar saham. Bahkan IHSG pada bulan November 1997 merosot dengan tajam mencapai titik terendah sebesar 391,26 poin yang berarti turun sebesar 155,43 poin (25,43%) dari tanggal 30 September 1997 atau turun sebesar 359,57 point (47,89%) sejak tanggal 8 Juli 1997.

4.3 Gambaran Singkat Obyek Penelitian

Berikut ini akan dijelaskan secara singkat kinerja keuangan perusahaan yang dinyatakan *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta..

4.3.1 Gambaran Umum Tingkat Pendapatan Emiten

Tingkat pendapatan suatu perusahaan pada masa lalu merupakan suatu informasi yang dapat menjadikan indikator dalam menentukan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang. Pada tabel 4.1 dapat dilihat gambaran umum revenue emiten yang laporan keuangannya pada tahun 1998 dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta dari tahun 1996-1998.

Pada tabel 4.1 dapat dilihat bahwa sebagian besar emiten (22 emiten) pada tahun 1996-1997 mendapatkan kenaikan tingkat penjualan dan hanya 3 emiten saja (12 % dari keseluruhan) yang mengalami penurunan tingkat pendapatan. Akan tetapi pada tahun 1997-1998 justru sebagian besar emiten (52% dari total keseluruhan) mengalami penurunan tingkat pendapatan perusahaan dan hanya 48% emiten yang mengalami kenaikan pendapatan. Hal ini mempunyai arti bahwa tidak semua emiten yang laporan

keuangannya dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta mengalami penurunan tingkat pendapatan tetapi ada juga yang justru mengalami kenaikan penjualan. Akan tetapi indikator tingkat penjualan saja tidak cukup untuk melihat kinerja emiten oleh karena itu akan kita lihat indikator lain yang lebih dapat menjelaskan hal tersebut.

Tabel 4.1. Gambaran Pendapatan Emiten

No.	KODE	Net Sales (Revenue) Rp (million)			Kenaikan dan Penurunan	
		Tahun	Tahun	Tahun	1996-1997	1997-1998
		1996	1997	1998		
1	BFIN	179.629	299.533	282.133	Naik	Turun
2	LPPF	29.732	31.787	20.753	Naik	Turun
3	GSMF	2.384.566	3.853.774	404.359	Naik	Turun
4	MITI	28.492	38.187	15.509	Naik	Turun
5	PICO	90.565	120.319	107.479	Naik	Turun
6	POFI	27.951	42.955	59.520	Naik	Naik
7	SKLT	97.164	111.363	133.121	Naik	Naik
8	MAMI	44.697	12.772	15.109	Turun	Naik
9	PTSP	91.451	105.703	98.651	Naik	Turun
10	DART	84.220	128.303	286.667	Naik	Naik
11	JKSW	184.103	229.216	148.724	Naik	Turun
12	SRSN	91.909	98.562	310.385	Naik	Naik
13	JWJI	17.662	39.303	77.747	Naik	Naik
14	ALDI	143.706	164.142	187.052	Naik	Naik
15	KIAS	107.913	145.595	86.509	Naik	Turun
16	SAFE	149.860	163.325	42.383	Naik	Turun
17	INTD	90.557	80.267	99.627	Turun	Naik
18	SIPD	454.351	498.458	571.685	Naik	Naik
19	PWON	229.455	253.388	145.894	Naik	Turun
20	MDLN	134.791	99.619	50.580	Turun	Turun
21	INRU	331.106	769.341	1.747.100	Naik	Naik
22	FISK	252.326	405.649	124.427	Naik	Turun
23	CNBE	86.357	97.729	212.254	Naik	Naik
24	ANSI	518.017	613.969	576.112	Naik	Turun
25	DSST	534.094	745.990	770.162	Naik	Naik

Sumber : Capital Market Directory 1999 BEJ yang telah diolah

4.3.2 Gambaran Umum Laba Setelah Pajak Emiten

Besarnya laba setelah pajak (EAT) yang diperoleh suatu perusahaan pada masa lalu merupakan salah satu informasi yang dapat menjadi indikator dalam menentukan kinerja keuangan perusahaan (emiten) dimasa yang akan datang. Pada tabel 4.2 dapat dilihat gambaran umum laba setelah pajak emiten yang laporan keuangannya pada tahun 1998 dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta dari tahun 1996-1998.

Pada tabel 4.2 dapat dilihat bahwa hampir semua emiten (92% dari total keseluruhan) pada tahun 1997 mengalami penurunan *earning after tax* dan hanya 2 perusahaan saja (8%) yang mengalami kenaikan laba setelah pajak. Dan pada laporan keuangan tahun 1998 justru 4 buah perusahaan (16 % dari total keseluruhan) mengalami peningkatan laba setelah pajak meskipun ada yang kenaikannya masih dalam daerah negatif dan 84% perusahaan mengalami penurunan laba setelah pajak. Akan tetapi secara keseluruhan perusahaan mengalami laba setelah pajak yang negatif. Dari segi penjualan pada tabel 4.1 beberapa perusahaan mengalami kenaikan pendapatan pada tahun 1998. Akan tetapi karena krisis kemungkinan terjadi kenaikan biaya operasi yang disebabkan oleh kenaikan kurs rupiah terhadap Dollar AS. Hal ini tentu akan berpengaruh terhadap laba setelah pajak perusahaan sebab meskipun terjadi kenaikan pendapatan akan tetapi kenaikan pendapatan itu sendiri tidak dapat menutup seluruh biaya operasi perusahaan. Hal ini tentu saja akan mempengaruhi persepsi investor tentang buruknya kinerja keuangan dari emiten tersebut. Sehingga investor akan melihat bahwa perusahaan mengalami kerugian dan tidak dapat membagikan dividennya.

Tabel 4.2 Gambaran Umum Laba Setelah Pajak Emiten

No.	KODE	Earning After Taxes Rp (million)			Naik / Turun	
		Tahun 1996	Tahun 1997	Tahun 1998	1996-1997	1997-1998
1	BFIN	32.738	3.175	-1.438.179	Turun	Turun
2	LPPF	6.577	1.143	-141.641	Turun	Turun
3	GSMF	66.013	-206.521	-442.247	Turun	Turun
4	MITI	1.001	-2.431	-115.507	Turun	Turun
5	PICO	10.820	-37.323	-309.544	Turun	Turun
6	POFI	9.060	6.947	-237.147	Turun	Turun
7	SKLT	7.234	-76.401	-122.482	Turun	Turun
8	MAMI	4.011	2.552	-262.762	Turun	Turun
9	PTSP	10.945	-48.709	-113.537	Turun	Turun
10	DART	33.045	-204.422	-441.676	Turun	Turun
11	JKSW	4.241	-36.117	-177.905	Turun	Turun
12	SRSN	-9.792	-78.112	-104.231	Turun	Turun
13	JWJI	-4.127	-22.631	-13.443	Turun	Naik
14	ALDI	36.276	-73.368	-76.885	Turun	Turun
15	KIAS	16.629	-55.970	-529.786	Turun	Turun
16	SAFE	48.018	-387.208	-1.023.127	Turun	Turun
17	INTD	-6.274	-14.351	-46.249	Turun	Turun
18	SIPD	27.099	-607.846	940.729	Turun	Naik
19	PWON	40.386	-114.775	-744.357	Turun	Turun
20	MDLN	14.162	30	-217.903	Naik	Turun
21	INRU	-46.750	-444.005	-323.783	Turun	Naik
22	FISK	80.170	89.255	-216.892	Naik	Turun
23	CNBE	-15.331	-117.985	-262.213	Turun	Turun
24	ANSI	20.152	-533.799	1.522.404	Turun	Naik
25	DSST	81.951	-325.399	-2.048.952	Turun	Turun

Sumber : Capital Market Directory 1999 BEJ yang telah diolah

4.3.3 Gambaran Umum Return on Investment Emiten

Return on investment (ROI) suatu perusahaan merupakan suatu indikator kinerja keuangan emiten yang berhubungan dengan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih.

Return On Investment perusahaan sering juga disebut sebagai rasio rentabilitas ekonomi. Pengertian tentang rentabilitas sendiri sering dipergunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan modal dalam suatu perusahaan. *Return on investment* atau rentabilitas ekonomi merupakan kemampuan suatu perusahaan dengan seluruh modal didalamnya (modal sendiri dan modal asing) untuk menghasilkan laba.

Bagi perusahaan pada umumnya masalah rentabilitas adalah lebih penting dari pada masalah laba, karena laba yang besar saja belum dapat dikatakan sebagai ukuran bahwa perusahaan itu telah dapat bekerja secara efisien. Efisiensi baru dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh itu dengan kekayaan atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Oleh karena itu yang harus diperhatikan oleh perusahaan adalah tidak hanya usaha untuk memperbesar laba tetapi yang lebih penting adalah usaha untuk mempertinggi rentabilitasnya.

Pada tabel 4.3 bawah ini dapat dilihat bahwa ROI perusahaan pada laporan keuangan tahun 1997 pada umumnya adalah negatif dan mengalami penurunan yang cukup drastis bila dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Hal ini juga terjadi pada laporan keuangan pada tahun 1998 hampir semua emiten mengalami ROI yang negatif. Hal ini dapat menjadi bukti bahwa perusahaan yang mendapat predikat *disclaimer*, pada umumnya mengalami return on investment yang negatif pada laporan keuangan perusahaan. Pada umumnya beberapa emiten mengalami penurunan yang tajam bila dibandingkan dengan laporan keuangan tahun sebelumnya, meskipun ada beberapa emiten yang mengalami kenaikan ROI, akan tetapi kenaikan ROI perusahaan sangat kecil, sehingga ROI masih bernilai negatif.

Tabel 4.3 Gambaran Umum Return on Investment Emiten

No.	KODE	Return on Investment (kali / X)			Naik / Turun	
		Tahun	Tahun	Tahun	1996-1997	1997-1998
		1996	1997	1998		
1	BFIN	3,320	0,150	-139,560	Turun	Turun
2	LPPF	4,850	0,390	-59,440	Turun	Turun
3	GSMF	0,370	-0,970	-14,780	Turun	Turun
4	MITI	0,650	-0,908	-91,460	Turun	Turun
5	PICO	4,970	-11,100	-91,890	Turun	Turun
6	POFI	6,02	2,80	-0,04	Turun	Turun
7	SKLT	3,670	-43,800	-66,470	Turun	Turun
8	MAMI	1,370	0,660	-81,540	Turun	Turun
9	PTSP	8,470	-25,090	-106,160	Turun	Turun
10	DART	2,280	-7,150	-14,020	Turun	Turun
11	JKSW	2,400	-10,350	-43,530	Turun	Turun
12	SRSN	-8,350	-62,630	-67,540	Turun	Turun
13	JWJI	-5,860	-65,680	-13,890	Turun	Naik
14	ALDI	8,260	-14,260	-12,950	Turun	Naik
15	KIAS	3,300	-4,500	-37,980	Turun	Turun
16	SAFE	8,470	-31,400	-110,440	Turun	Turun
17	INTD	-10,470	-36,170	-83,880	Turun	Turun
18	SIPD	3,100	-52,340	-88,610	Turun	Turun
19	PWON	2,490	-5,340	-45,510	Turun	Turun
20	MDLN	1,340	0,000	-15,880	Turun	Turun
21	INRU	-2,380	-16,450	-8,520	Turun	Naik
22	FISK	15,710	12,430	-35,010	Turun	Turun
23	CNBE	-9,010	-70,190	-261,810	Turun	Turun
24	ANSI	1,790	-35,200	-163,710	Turun	Turun
25	DSST	2,690	-7,830	-46,110	Turun	Turun

Sumber : Capital Market Directory 1999 BEJ yang telah diolah

Dari tabel 4.3 juga dapat diketahui bahwa pada umumnya perusahaan pada masa krisis mengalami penurunan efisiensi. Meskipun ada dari beberapa emiten mengalami peningkatan penjualan (tabel 4.1) akan tetapi perusahaan tidak dapat mengurangi biaya-biaya operasi yang terjadi. Hal ini berakibat laba setelah pajak perusahaan menjadi negatif, akibat selanjutnya adalah rentabilitas ekonomi perusahaan

menjadi negatif. Dari informasi ini akan semakin menguatkan dugaan bahwa informasi *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta akan mempunyai makna bagi investor .

4.3.4 Gambaran Umum Price Earning Ratio Emiten

Price earning ratio (PER) merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham (*market price*) dengan *earning per share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER ini adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPSnya. Semakin besar PER suatu saham menunjukkan bahwa saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya . Jika dikatakan suatu saham mempunyai PER 10x mempunyai arti bahwa harga pasar saham tersebut 10 kali lipat terhadap EPSnya (pendapatan bersih per lembar saham). Saham yang mempunyai PER semakin kecil dari nilai yang diperkirakan akan semakin bagus, yang mempunyai arti bahwa harga saham tersebut semakin murah. Untuk memandangi kinerja harga saham para investor umumnya membandingkan PER saham perusahaan tersebut dengan rata-rata PER industrinya. Dengan adanya pembandingan akan dapat diketahui kinerja saham tersebut terhadap kinerja saham rata-rata industri.

Dalam melakukan analisis suatu saham, para investor dapat juga melakukan strategi pemilihan saham yang termasuk dalam *growth stock* . *Growth stock* adalah saham-saham yang diharapkan memberikan pertumbuhan yang lebih tinggi dari rata-rata saham lain. Hal tersebut karena saham-saham tersebut memiliki PER yang tinggi dari saham rata-rata industri. Penelitian di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa selama tahun 1992-1994, saham-saham dengan PER yang tinggi memang memberikan

hasil investasi yang lebih baik dari saham-saham dengan PER rendah. Ak perbedaan tersebut tidak signifikan (Vandry, 1997)

Tabel 4.4 Gambaran Umum *Price Earning Ratio* emiten

No.	KODE	Price Earning Ratio (kali / X)			Naik / Turun	
		Tahun	Tahun	Tahun	1996-1997	1997-1998
		1996	1997	1998		
1	BFIN	4,930	17,710	-0,010	Naik	Turun
2	LPPF	6,800	41,150	-0,330	Naik	Turun
3	GSMF	15,560	-6,280	-0,570	Turun	Naik
4	MITI	4,78	-0,470	-0,040	Turun	Naik
5	PICO	8,450	-2,450	-0,040	Turun	Naik
6	POFI	6,02	2,08	-0,04	Turun	Turun
7	SKLT	6,790	-0,200	-0,080	Turun	Naik
8	MAMI	14,510	11,700	-0,060	Naik	Turun
9	PTSP	28,040	-5,860	-0,220	Turun	Naik
10	DART	36,620	-0,540	-0,160	Turun	Naik
11	JKSW	3,65	-2,800	-0,420	Turun	Naik
12	SRSN	-2,660	-0,060	-0,070	Naik	Turun
13	JWJI	-10,350	-3,880	-5,270	Naik	Turun
14	ALDI	6,860	-2,440	-1,680	Turun	Naik
15	KIAS	35,780	-3,040	-0,160	Turun	Naik
16	SAFE	13,140	-0,210	-0,020	Turun	Naik
17	INTD	-6,970	-0,370	-0,210	Naik	Naik
18	SIPD	10,240	-0,180	-0,040	Turun	Naik
19	PWON	9,620	-1,650	-0,040	Turun	Naik
20	MDLN	7,810	4,760	-0,830	Turun	Turun
21	INRU	-20,310	-0,520	-0,650	Naik	Turun
22	FISK	13,410	5,460	-0,670	Turun	Turun
23	CNBE	-1,130	-0,050	-0,010	Naik	Naik
24	ANSI	28,610	-0,100	-0,020	Turun	Naik
25	DSST	12,260	-0,660	-0,020	Turun	Naik

Sumber : Capital Market Directory 1999 BEJ yang telah diolah

Pada tabel 4.4 dapat dilihat gambaran umum *price earning ratio* (PER) emiten yang laporan keuangannya pada tahun 1998 dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta dari tahun 1996-1998. Pada tabel 4.4 terlihat bahwa hampir seluruh emiten (72% dari total keseluruhan) terjadi penurunan ke arah negatif PER perusahaan

pada tahun 1997 dan hanya beberapa perusahaan saja yang mengalami kenaikan PER (28% dari total perusahaan). Pada laporan keuangan tahun 1998 pada umumnya mengalami kenaikan PER, akan tetapi kenaikan PER perusahaan masih dalam daerah negatif. Hal ini merupakan suatu indikator bahwa emiten saham yang *disclaimer* pada umumnya mempunyai *price earning ratio* yang negatif.

Terjadinya *price earning ratio* yang negatif menunjukkan bahwa EPS saham tersebut adalah negatif (pendapatan minus). Sehingga PER yang negatif bukan berarti menunjukkan bahwa harga saham tersebut murah tetapi justru sebaliknya bisa jadi harga saham tersebut menjadi mahal karena pada masa yang akan datang tidak akan mendapatkan deviden. Dengan kondisi tersebut pasar (investor) akan memprediksi bahwa kondisi perusahaan akan semakin tidak baik untuk masa yang akan datang.

4.3.5 Gambaran Umum Price Book Value Emiten

Price Book Value suatu perusahaan pada masa lalu merupakan suatu informasi yang dapat dijadikan indikator dalam menentukan strategi pemilihan saham-saham yang akan masuk dalam daftar portofolio saham investor. Strategi pemilihan saham dengan menggunakan indikator *Price book value* sering disebut dengan strategi *value stock*. Penilaian dengan cara ini menunjukkan saham-saham yang assetnya tampak murah dan neracanya tampak kuat. Sebagai misalnya adalah suatu saham mempunyai harga pasar sebesar Rp5000 per lembar saham, sedangkan nilai buku modal sendiri per lembar saham adalah Rp4000, dengan saldo kas pada neraca cukup besar yang ekuivalen dengan misalnya Rp 2000 per lembar saham. Dengan posisi seperti diatas, seandainya kas tersebut dibagikan sebagai deviden, maka pemegang saham akan

menerima Rp 2000 per lembar saham, sehingga nilai investasi para investor tinggal Rp5000-Rp2000 = Rp3000. Hal ini berarti bahwa para investor dapat memiliki ekuitas sebesar Rp4000 (nilai buku) hanya dengan membayar Rp3000. Oleh karena itu para investor yang cenderung untuk menyukai *value stock* cenderung untuk memilih saham-saham dengan *price to book value* (PBV) yang rendah (lebih kecil dari satu).

Tabel 4.5. Gambaran Umum Price Book Value Emiten

No.	KODE	Price Book Value (kali / X)			Naik / Turun (%)	
		Tahun	Tahun	Tahun	1996-1997	1997-1998
		1996	1997	1998		
1	BFIN	1,270	0,240	-0,010	Turun	Turun
2	LPPF	0,960	1,020	-0,490	Turun	Turun
3	GSMF	0,980	1,610	0,690	Turun	Turun
4	MITI	0,360	0,230	-0,060	Turun	Turun
5	PICO	1,090	2,320	-0,050	Naik	Turun
6	POFI	0,670	0,230	-0,027	Turun	Turun
7	SKLT	0,810	-0,790	-0,070	Turun	Turun
8	MAMI	0,590	0,300	-0,100	Turun	Turun
9	PTSP	3,230	6,640	-0,350	Naik	Turun
10	DART	2,930	0,570	-0,280	Turun	Turun
11	JKSW	2,870	2,040	-0,580	Turun	Turun
12	SRSN	1,070	-0,080	-0,050	Turun	Naik
13	JWJI	1,330	9,610	-16,450	Naik	Turun
14	ALDI	1,410	0,970	1,200	Turun	Naik
15	KIAS	3,580	0,730	-0,290	Turun	Turun
16	SAFE	3,440	-0,390	-0,010	Turun	Naik
17	INTD	6,430	-0,710	-0,210	Turun	Naik
18	SIPD	0,570	-0,900	-0,030	Turun	Naik
19	PWON	0,830	0,550	0,360	Turun	Turun
20	MDLN	0,420	0,340	0,410	Turun	Naik
21	INRU	1,090	0,530	1,260	Turun	Naik
22	FISK	2,480	0,980	0,520	Turun	Turun
23	CNBE	0,590	-0,070	-0,010	Turun	Naik
24	ANSI	2,400	-0,170	-0,010	Turun	Naik
25	DSST	1,610	0,810	-0,020	Turun	Turun

Sumber : Capital Market Directory 1999 BEJ yang telah diolah

Pada tabel 4.5 dapat dilihat gambaran umum *price book value* emiten yang laporan keuangannya pada tahun 1998 dinyatakan *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta dari tahun 1996-1998. Pada tabel 4.5 dapat dilihat bahwa PBV perusahaan pada laporan keuangan tahun 1997 pada umumnya adalah positif (72% dari total populasi). Hal ini berbalik arah pada laporan keuangan pada tahun 1998 hampir semua emiten mengalami PBV yang negatif (76 % dari total populasi). Hal ini dapat menjadi bukti bahwa perusahaan yang mendapat predikat *disclaimer, price book value* pada laporan keuangan perusahaan mengalami penurunan yang tajam bila dibandingkan dengan laporan keuangan tahun sebelumnya..

Nilai PBV negatif bukan berarti saham-saham tersebut mempunyai harga (*price*) yang murah, akan tetapi nilai negatif itu terjadi karena emiten yang dinyatakan *disclaimer* tersebut memiliki nilai buku modal sendiri yang negatif (mengalami kerugian). Dari tabel 4.5 dapat disimpulkan bahwa para investor cenderung untuk menjual saham yang dia miliki apabila dia melihat gambaran umum *price book value* dari emiten yang dinyatakan *disclaimer*. Dan para investor cenderung untuk menganggap bahwa informasi *disclaimer* merupakan informasi yang cukup bermakna bagi pasar.

Dari gambaran umum PBV dan PER seperti yang dijelaskan diatas akan semakin memperkuat dugaan bahwa pasar memprediksi kondisi perusahaan untuk masa yang akan datang akan menjadi semakin tidak baik. Oleh karena itu diperkirakan pasar akan bereaksi pada saat diumumkannya pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta.

Bab V

Pembahasan Hasil Penelitian

5.1 Analisa Hasil Penelitian

Peristiwa pengumuman laporan keuangan yang disclaimer oleh pihak bursa Efek Jakarta pada tanggal 6 Maret 2000 telah menimbulkan fluktuasi yang tajam. Pengujian terhadap pengaruh pengumuman tersebut dapat dilihat melalui adanya abnormal return yang signifikan bagi para investor yang diakibatkan oleh peristiwa pengumuman disclaimer oleh pihak Bursa Efek Jakarta. Dengan terjadinya abnormal return mempunyai indikasi adanya resiko yang harus diantisipasi oleh para investor. Pengujian terhadap abnormal return yang signifikan yang diperoleh investor dilakukan dengan membandingkan (mencari selisih) antara hasil yang diperoleh investor (actual return) dengan hasil yang diharapkan (expected return) investor.

Abnormal return yang diperoleh oleh investor memiliki dua arah yaitu positif dan negatif. Abnormal return yang negatif mempunyai arti bahwa return sesungguhnya yang diterima oleh investor lebih kecil dari return ekspektasinya. Sedangkan abnormal return yang positif mempunyai arti bahwa return sesungguhnya yang diterima investor lebih besar dari return ekspektasinya.

Pada pembahasan berikutnya akan diberikan hasil pengujian terhadap pergerakan harga saham sekitar peristiwa pengumuman disclaimer oleh pihak Bursa Efek Jakarta adalah sebagai berikut :

5.2 Hasil dan Pembahasan Hipotesis I

Hasil Analisa Statistik terhadap rata-rata abnormal return untuk seluruh saham yang laporan keuangannya dinyatakan disclaimer selama periode peristiwa (event date) disajikan dalam tabel 5.1 dan gambar 5.1 dan 5.2.

Tabel 5.1. Nilai Average Abnormal Return dan t hitung

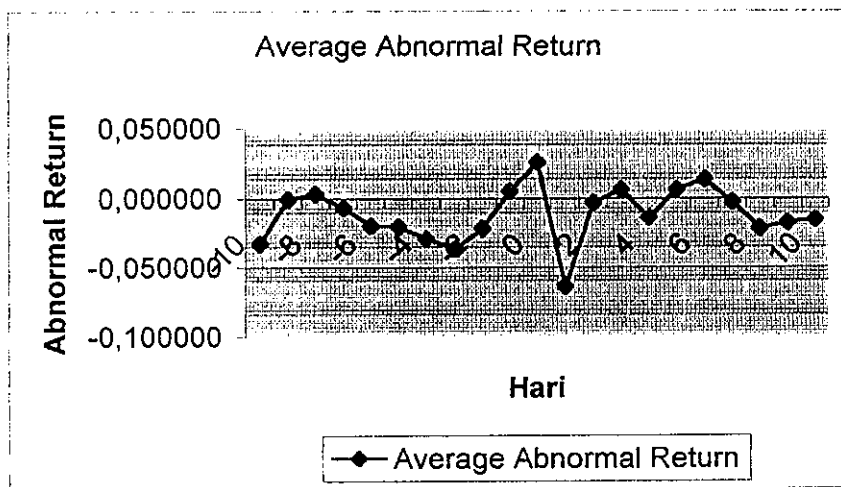
Hari	AAR	t hitung	t tabel (2,064)	t tabel (1,711)
			5%, df 24 two tail	10%, df 24 two tail
10	-0,015347	-1,020597	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
9	-0,017776	-0,767355	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
8	-0,021729	-0,433981	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
7	-0,002269	0,081502	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
6	0,013535	0,70393	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
5	0,006318	-0,515029	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
4	-0,014020	-0,052917	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
3	0,006403	0,963295	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
2	-0,003054	-1,418909	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
1	-0,063485	4,002411	Signifikan	Signifikan
0	0,025897	2,028242	Tidak Signifikan	Signifikan
-1	0,005408	0,339435	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-2	-0,021444	-0,967852	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-3	-0,036664	-2,071089	Tidak Signifikan	Signifikan
-4	-0,028743	-1,00028	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-5	-0,020519	-1,078232	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-6	-0,019478	-1,491903	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-7	-0,006702	-0,170058	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-8	0,003267	0,186833	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-9	-0,000376	-0,070527	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-10	-0,032322	-2,011299	Tidak Signifikan	Signifikan

Sumber : data sekunder (1999-2000) yang telah diolah
Keterangan : AAR = Rata-rata abnormal return

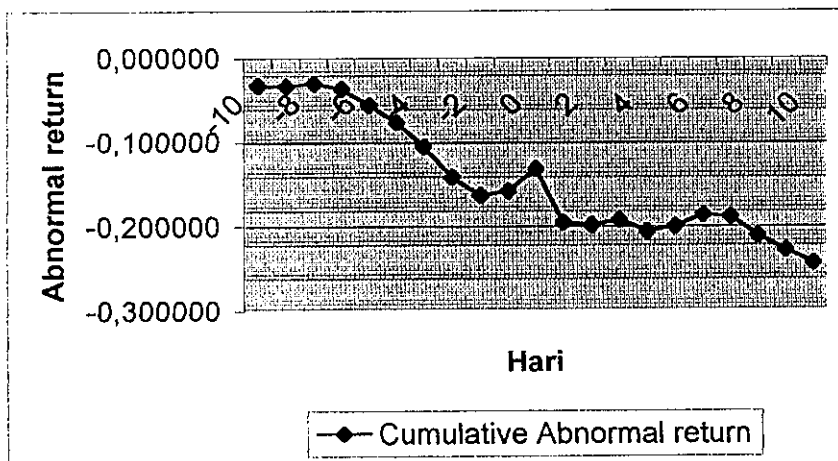
Berdasarkan Hasil analisis statistik pada tabel 5.1 dan gambar 5.1 terlihat bahwa rata-rata abnormal return saham pada sepuluh hari sebelum hari pengumuman *disclaimer* dan sepuluh hari sesudah pengumuman *disclaimer* cenderung mengalami fluktuasi. Pada hari ke tujuh sebelum pengumuman terlihat bahwa rata-rata abnormal return mulai bergerak kearah negatif dan puncaknya terjadi pada hari ke tiga sebelum hari

pengumuman. Hal ini berarti bahwa investor cenderung untuk menjual sahamnya di lantai bursa yang kemungkinan disebabkan oleh adanya kebocoran informasi berupa isu-isu negatif yang beredar di kalangan investor tentang predikat *disclaimer*. Akan tetapi dari hasil pengujian statistik dari hari (-7) sampai (-3) tidak terdapat rata-rata *abnormal return* yang signifikan baik pada taraf kesalahan ($\alpha=5\%$) dan ($\alpha=10\%$). Rata-rata *abnormal return* kembali naik ke arah positif sampai puncaknya pada hari saat diumumkan *disclaimer*. Dari hasil pengujian statistik rata-rata *abnormal return* positif signifikan pada taraf kesalahan ($\alpha=10\%$). Hal ini terjadi karena Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta naik sebesar 18,157 titik sehingga IHSG pada tanggal 6 Maret 2000 sebesar 566,710. Keadaan tersebut dikarenakan harga 110 saham yang listing di BEJ menguat dari 181 saham yang transaksinya pada perdagangan reguler. Sedangkan pada saat itu hanya 12 saham saja yang melemah (Business News No. 6437). Dengan adanya kenaikan IHSG tersebut secara tidak langsung akan menaikkan harga saham-saham yang lainnya termasuk saham yang akan mendapat predikat *disclaimer*. Hal tersebut karena menurut *single index model* mengatakan bahwa *return* suatu saham dipengaruhi oleh *return* saham itu sendiri dan *return* pasar. Reaksi pasar atas pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta (tanggal 6 Maret 2000) terjadi pada satu hari setelah pengumuman (tanggal 7 Maret 2000). Hal tersebut terlihat dari rata-rata *abnormal return* negatif yang cukup signifikan (dengan tingkat kesalahan $\alpha=5\%$). Hari ke dua setelah pengumuman juga masih terlihat adanya rata-rata *abnormal return* yang negatif yang signifikan pada tingkat kesalahan $\alpha=10\%$. Setelah itu rata-rata *abnormal return* kembali bergerak kembali menuju ke arah positif. Sedangkan dari hari ke dua sampai hari ke sepuluh sesudah pengumuman *disclaimer*

tidak terjadi *abnormal return* yang cukup signifikan meskipun harga saham berfluktuasi. Hal itu terjadi karena pada hari kedua sampai hari ke sepuluh sesudah pengumuman *disclaimer* tidak ada informasi-informasi yang bermakna bagi pasar sehingga pasar kembali pada keadaan normal, yaitu pada keadaan dimana return suatu saham masih berada dalam daerah yang diperkirakan oleh investor.



Gambar 5.1. Grafik Average Abnormal Return



Gambar 5.2. Grafik Cumulative Abnormal Return

Dari gambar 5.2. terlihat bahwa secara kumulatif, rata-rata *abnormal return* cenderung mengalami penurunan sejak 10 hari sebelum pengumuman. Pada saat *event date* (tanggal 6 Maret 2000) terlihat ada sedikit kenaikan akan tetapi masih dalam daerah negatif. Setelah hari pertama sesudah pengumuman (tanggal 7 Maret 2000) rata-rata *abnormal return* secara kumulatif terus menerus mengalami penurunan. Dari gambar 5.2. juga dapat lihat bahwa selama 21 hari yaitu dari sepuluh hari sebelum peristiwa pengumuman dan sepuluh hari setelah peristiwa pengumuman para investor tidak pernah mendapatkan return positif.

Pada analisis selanjutnya dicoba menggunakan nilai beta yang signifikan pada model pasar. Nilai beta pada *single index model* merupakan hasil regresi dari *individual return* dan *market return*. Koefisien nilai beta tersebut akan signifikan jika tingkat kesalahan estimasi tidak melebihi 10% (dengan tingkat kesalahan 10%). Oleh karena itu dalam analisis selanjutnya perhitungan *abnormal return* akan dicoba dengan menggunakan nilai *expected return* yang nilai betanya mempunyai tingkat kesalahan kurang dari 10%.

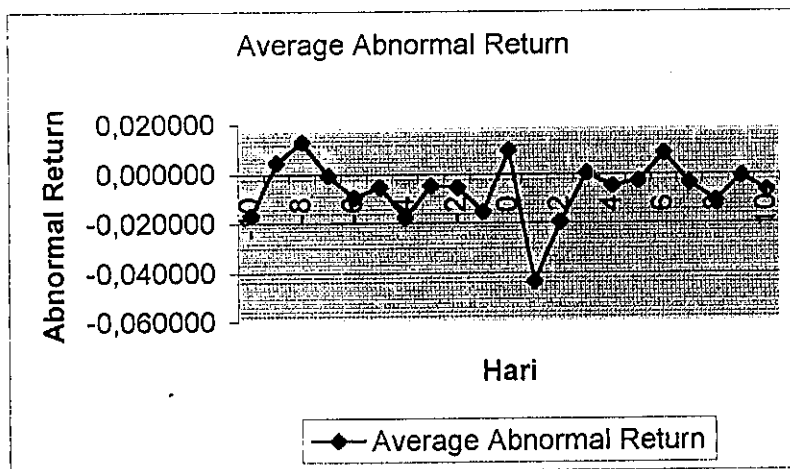
Dari tabel 5.2 dan gambar 5.3 dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *abnormal return* lebih fluktuatif dibandingkan dengan sebelum dilakukan pemilihan nilai *expected return* dengan hanya menggunakan nilai beta yang signifikan. Akan tetapi dari hasil analisis menunjukkan nilai *abnormal return* yang tidak cukup signifikan sejak mulai dari $t-10$ sampai dengan *event date* (6 Maret 2000). Terbukti dari nilai t hitung lebih kecil dari t tabel (baik dengan menggunakan tingkat kesalahan 5% dan 10%). Nilai *abnormal return* yang signifikan (tingkat kesalahan 5% dan 10%) terjadi pada saat $t+1$ (satu hari setelah hari pengumuman *disclaimer*).

Tabel 5.2. Nilai Average Abnormal Return dan t hitung saham pilihan

Hari	AAR	t hitung	t tabel (2,228) 5%, df 10 two tail	t tabel (1,812) 10%, df 10 two tail
-10	-0,016675	-0,819823	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-9	0,004415	0,055555	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-8	0,012783	0,797047	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-7	-0,000728	0,161949	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-6	-0,009693	-0,731557	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-5	-0,005299	-0,375774	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-4	-0,017563	-0,869188	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-3	-0,004846	-0,39601	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-2	-0,005490	-0,191752	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
-1	-0,015163	-0,746293	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
0	0,009370	1,175575	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
1	-0,043495	-2,775175	Signifikan	Signifikan
2	-0,019267	-1,062372	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
3	0,000272	0,539371	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
4	-0,004945	0,210597	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
5	-0,002869	-0,850638	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
6	0,008352	0,28124	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
7	-0,003677	-0,107814	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
8	-0,010815	-0,123873	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
9	-0,001061	-0,036011	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
10	-0,006817	-0,369975	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan

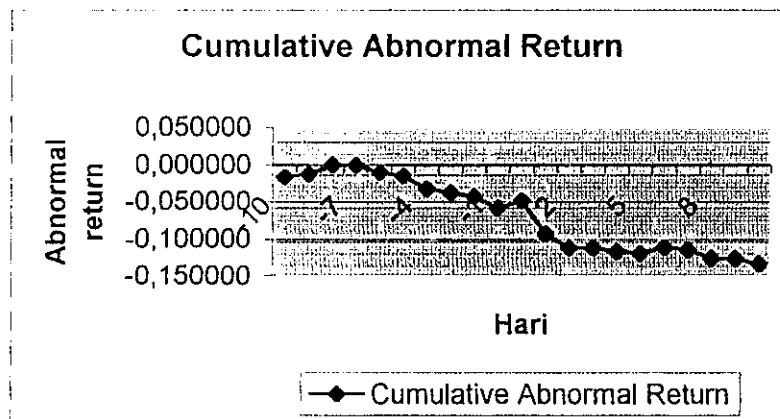
Sumber : data sekunder (1999-2000) yang telah diolah

Keterangan : AAR = Rata-rata abnormal return



Gambar 5.3. Grafik Average Abnormal Return

Setelah itu *abnormal return* kembali berfluktuasi, akan tetapi fluktuasi return tersebut masih dalam batas yang di *expectasi* oleh pasar. Oleh karena itu mulai dari $t+2$ sampai $t+10$ tidak terjadi *abnormal return* yang cukup signifikan.



Gambar 5.4. Grafik Cumulative Abnormal Return

Dari gambar 5.4 terlihat bahwa penurunan nilai *cumulaitive abnormal return* lebih landai dibanding dengan nilai *abnormal return* sebelum dilakukan seleksi nilai beta. Hasil dari analisis dengan menyeleksi nilai beta ini menunjukkan hasil yang lebih riil (nyata) dibandingkan dengan sebelum dilakukan seleksi.

Pembahasan Hipotesis I

Berdasarkan tabel 5.1 dan 5.2 diatas, dapat disimpulkan bahwa dampak negatif adanya peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta hanya terjadi pada saat satu hari (tanggal 7 Maret 2000) setelah pihak Bursa Efek Jakarta mengumumkan kepada publik (tanggal 6 Maret 2000). Keterlambatan satu hari ini kemungkinan karena pengumuman tersebut baru dimuat pada harian Bisnis Indonesia dan Busines News pada keesokan hariya (7 Maret 2000) . Kemungkinan yang lain adalah terjadi aksi saling tunggu dikalangan para investor. Aksi saling tunggu dikalangan para investor ini menganut prinsip hati-hati. Oleh karena itu investor akan

bergerak untuk memutuskan menjual sahamnya tergantung dari reaksi investor yang lain (reaksi pasar).

Peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta dianggap oleh pasar sebagai kabar buruk atas kinerja manajemen perusahaan. Oleh karena itu pasar bereaksi secara cepat dan harga saham turun sebagai akibat dari refleksi kandungan informasi. Hal tersebut dikuatkan dengan gambaran umum perusahaan pada Bab IV sebelumnya. Terlihat bahwa pada gambaran umum tingkat pendapatan emiten sebagian besar mengalami kenaikan (52% emiten) meskipun sebagian yang lainnya mengalami penurunan penjualan. Dari keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja penjualan yang baik dan perusahaan mempunyai komitmen untuk meningkatkan pendapatan. Akan tetapi hasil dari kinerja penjualan yang baik itu tidak mampu menutup biaya operasi perusahaan yang cenderung meningkat. Menurut laporan dari *Indonesia Capital Market Directory* tahun 1999 peningkatan tersebut banyak yang disebabkan oleh faktor *foreign exchange rate*. Keadaan ini dapat dilihat juga pada laba setelah pajak perusahaan (tabel 4.2). Dari tabel tersebut terlihat perolehan laba yang cenderung negatif (*net lost*). Selain itu dari gambaran umum *price earning ratio* dan *price book value* pada tahun 1998 menunjukkan kinerja keuangan yang buruk. Hal ini sesuai dengan prediksi semula (dalam gambaran umum perusahaan) bahwa kondisi perusahaan akan semakin tidak baik untuk masa yang akan datang. Oleh karena itu adalah sangat wajar apabila investor (pasar) menganggap bahwa informasi *disclaimer* merupakan informasi yang bermakna bagi pasar. Sehingga pasar merefleksikan kandungan informasi tersebut kedalam harga saham.

5.3 Hasil dan Pembahasan Hipotesis II

Hipotesis kedua dari penelitian ini menyangkut perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *event*. Sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis, dilakukan penghitungan rata-rata *abnormal return* masing-masing saham yang diteliti. Periode penelitian adalah 20 hari *event period*, yakni 10 hari sebelum *event date* dan 10 hari setelah *event date*. Secara keseluruhan hasil dari pengujian dapat dilihat pada tabel 5.3. Berdasarkan tabel 5.3. nilai t hitung yang diperoleh dari pengujian tersebut adalah 0,14 nilai ini lebih kecil dari nilai t tabel dengan derajat kesalahan 5% dan *degree of freedom* 18 diperoleh nilai sebesar 2,101.

Tabel 5.3. Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Setelah peristiwa Secara Keseluruhan

Sebelum Peristiwa		Setelah Peristiwa	
Hari ke	Abnormal Return	Hari ke	Abnormal Return
-10	-0,015347	1	0,005408
-9	-0,017776	2	-0,021444
-8	-0,021729	3	-0,036664
-7	-0,002269	4	-0,028743
-6	0,013535	5	-0,020519
-5	0,006318	6	-0,019478
-4	-0,014020	7	-0,006702
-3	0,006403	8	0,003267
-2	-0,003054	9	-0,000376
-1	-0,063485	10	-0,032322
Average	-0,011142	Average	-0,015757
Std. Def.	0,021827	std. Def.	0,015193
t hitung	0,1405009		
t (5%, df 18)	2,101		

Sumber dari data sekunder (1999-2000) yang telah diolah.

Hal ini dapat disimpulkan bahwa rata-rata *abnormal return* masing-masing emiten saham sebelum peristiwa secara signifikan tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* saham sesudah peristiwa. Untuk hasil secara keseluruhan *abnormal*

return saham sebelum dan sesudah peristiwa disajikan pada tabel 5.3. Hasil yang diperoleh dari pengujian tersebut menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa tidak berbeda secara signifikan.

Tabel 5.4. Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Setelah peristiwa Saham Pilihan

Sebelum Peristiwa		Setelah Peristiwa	
Hari ke	Abnormal Return	Hari ke	Abnormal Return
-10	-0,016675	1	-0,043495
-9	0,004415	2	-0,019267
-8	0,012783	3	0,000272
-7	-0,000728	4	-0,004945
-6	-0,009693	5	-0,002869
-5	-0,005299	6	0,008352
-4	-0,017563	7	-0,003677
-3	-0,004846	8	-0,010815
-2	-0,005490	9	-0,001061
-1	-0,015163	10	-0,006817
Average	-0,005826	Average	-0,008432
std. Def.	0,009638	std. Def.	0,014270
t hitung	0,122546		
t (5%, df 18)	2,101		

Tabel 5.4 merupakan hasil pengujian hipotesis ke II setelah dilakukan seleksi terhadap nilai beta pada model pasar yang signifikan (dengan tingkat kesalahan 10%). Dari hasil tersebut terlihat bahwa nilai t hitung berubah dari semula 0,1405009 menjadi 0,122546. Sedangkan nilai t tabel tidak berubah karena jumlah hari amatan tetap 20 hari. Dari tabel 5.3 dan tabel 5.4 terlihat bahwa nilai t hitung tidak cukup signifikan. Hal ini dapat diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang cukup signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman.

Pembahasan Hipotesis II

Dari hasil pengujian hipotesis II yang menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta. Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang dipublikasikan. Cepatnya reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya reaksi lebih dari *abnormal return* pada saat dipublikasikannya *disclaimer* dan reaksi lebih itu segera kembali seperti ekspektasi semula. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa pasar segera memberikan tanggapan positif terhadap perkembangan yang terjadi (yakni laporan keuangan yang dinyatakan *disclaimer* adalah laporan keuangan tahun 1998). Pasar kembali pada keadaan semula setelah melihat kinerja fundamental emiten tahun 2000. Hal tersebut juga dapat dilihat pada gambaran umum tingkat pendapatan perusahaan (tabel 4.1) dari tabel tersebut terlihat bahwa pada umumnya kinerja penjualan emiten yang dinyatakan *disclaimer* menunjukkan peningkatan dari tahun-tahun sebelumnya. Akan tetapi kinerja penjualan yang baik ini tidak dapat menutup besarnya kerugian yang disebabkan oleh besarnya *operating expenses*. Akibatnya perusahaan menderita kerugian yang cukup besar meskipun dari segi pendapatan penjualan meningkat. Akan tetapi investor yang menilai harga saham dengan menggunakan fundamental perusahaan memandang kinerja perusahaan ini cukup baik dan akibat pengaruh krisis beban hutang perusahaan menjadi meningkat sehingga kinerja keuangan mengalami gangguan. Keadaan ini segera tercermin dalam pergerakan harga di pasar modal yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* sebelum terjadinya peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta.

Selain itu dari hasil pengamatan selama *even period* (21 hari) tidak ada hal-hal atau informasi yang bermakna lainnya yang dapat menimbulkan *abnormal return* yang signifikan. Oleh sebab itu selama periode pengamatan tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan selain akibat dari pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta.

5.4 Implikasi Hasil Penelitian

Pengumuman *disclaimer* terhadap 27 emiten oleh pihak manajemen Bursa Efek Jakarta merupakan pengumuman yang mempunyai kandungan informasi yang mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi di bursa efek. Hal ini dibuktikan dengan reaksi pasar (investor) yang dilihat dari indikator *abnormal return* yang signifikan pada satu hari setelah diumumkannya predikat *disclaimer*. Cepatnya reaksi pasar dalam merefleksikan setiap informasi yang bermakna menunjukkan bahwa pasar telah efisien dalam bentuk setengah kuat (efisien informasional).

Pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Pemahaman terhadap pasar modal yang efisien akan membawa pengaruh yang cukup besar terhadap cara melakukan analisis saham. Cara analisis yang berpengaruh paling besar adalah analisis fundamental karena kalau pasar modal efisien analisis teknikal akan diragukan manfaatnya (Suad Husnan, 1991).

Meskipun demikian keberadaan para analis sekuritas yang selalu mencari informasi baru dan melakukan analisis terhadap informasi tersebut akan membantu tercapainya pasar yang makin efisien. Kegiatan persaingan para analis sekuritas tersebut justru mengakibatkan meningkatnya efisiensi pasar modal. Sehingga dalam

kondisi pasar modal yang efisien para pemodal akan sulit untuk memperoleh tingkat keuntungan diatas normal secara terus menerus. Tingkat keuntungan yang mereka peroleh hanya cukup untuk menutup resiko yang mereka tanggung. Meskipun begitu bukan berarti pasar modal yang efisien tidak perlu dilakukan analisis saham, tetapi justru karena adanya kegiatan persaingan antara para analis tersebut yang membuat pasar modal efisien. Analisis yang dilakukan oleh para investor adalah untuk memilih saham-saham yang sesuai dengan karakteristik pemodal.

Bab VI

Kesimpulan dan Saran

6.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang dilakukan terhadap reaksi harga saham terhadap pengumuman *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan pendekatan *event study* dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Peristiwa pengumuman predikat *disclaimer* oleh pihak Bursa Efek Jakarta ternyata menimbulkan reaksi terhadap pasar modal. Hal tersebut terlihat dengan adanya rata-rata *abnormal return* yang cukup signifikan pada satu hari setelah peristiwa pengumuman. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta telah memenuhi hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat.
2. Peristiwa pengumuman predikat *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta yang merupakan peristiwa yang berkaitan dengan kinerja emiten dipandang para pelaku pasar memiliki dampak ekonomis yang sebelumnya sama sekali tidak diduga oleh pelaku pasar yang menurut Marwan Asri (1998) dikategorikan sebagai peristiwa yang tidak dapat diantisipasi (*unanticipated event*).
3. Reaksi negatif (berupa terjadinya *negative abnormal return*) yang signifikan terjadi secara seponatan pada satu hari setelah *event date* namun dalam waktu satu hari terjadi perubahan arah (*rebound*) pada *abnormal return* menjadi positif, sebagai reaksi dari para investor setelah melihat bahwa kinerja keuangan emiten pada tahun 1999 kembali menunjukkan hasil yang baik dan menunjukkan bahwa

sesungguhnya kinerja manajemen perusahaan baik akan tetapi akibat adanya *foreign exchange rate* perusahaan mengalami sedikit guncangan.

4. Dari Hasil uji beda dua rata rata yang dilakukan, tampak bahwa variable harga saham (yang dicerminkan oleh rata-rata return yang diterima oleh investor) secara cepat menyesuaikan dengan perkembangan yang terjadi, sehingga secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata return sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman *disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta.
5. Secara umum, temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan termasuk informasi yang berhubungan dengan kinerja emiten saham. Hal ini menuntut para pelaku pasar modal untuk lebih memiliki kepekaan terhadap berbagai kegiatan atau peristiwa yang secara langsung maupun tidak langsung dapat berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham. Selain itu para pelaku pasar juga dituntut untuk berhati-hati dalam menimbang relevansi antara peristiwa dengan pergerakan harga saham di Bursa Efek

6.2 Saran

Saran yang dapat diajukan baik kepada para investor maupun untuk pengembangan penelitian lebih lanjut antara lain sebagai berikut :

1. Bagi Investor untuk dapat lebih memiliki kepekaan untuk melakukan antisipasi terhadap adanya *abnormal return* yang negatif. Untuk menghindarinya investor dapat lebih aktif untuk mencari informasi-informasi lain yang tidak atau belum dipublikasikan yang diperoleh dari dalam perusahaan (*insider information*).

2. Bagi Emiten, sebaliknya lebih mempertimbangkan kembali beberapa kebijakan yang berhubungan *financial* mengingat laporan keuangan yang dipublikasikan pada para investor akan mempengaruhi harga saham perusahaan.
3. Bagi peneliti selanjutnya, pada penelitian ini hanya diamati pergerakan harga saham saja. Untuk penelitian lebih lanjut dapat diamati mengenai aktivitas volume perdagangan (*trading volume activiti / TVA*).
4. Model yang digunakan dalam penelitian ini untuk menghitung *expected return* adalah *Sigle Index Model*. Dalam penelitian selanjutnya mungkin dapat digunakan *Multi Index Model* dengan memasukan faktor makro economic atau dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang kemungkinan akan mendapatkan hasil yang berbeda.

Daftar Pustaka

- Adler Haymans Manurung, (1996), "Stock return and Earnings Announcement on JSX", *Journal Manajemen Prasetia Mulya*, Vol 3, no 6, Mei.
- Aharony, Joseph, and Itzhak, (1980), "Quarterly Dividend and Earnings announcements and stockholders returns : An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, No.1.
- Alexander, John C, (1992), "Earning Surprice, Market Efficiency and Expectations", *The Financial Review*, vol.27, No.4, November.
- Ambar Woro H., dan Bambang Sudibyo, (1998), "Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta" , *Jurnal Riset Akutansi Indonesia*, Vol.1, No.2, Juli
- Amsari, M. Ishak, (1993), "Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap harga saham di Pasar Modal Indonesia", Thesis S2, tidak dipublikasikan, UGM, YK.
- Ball, P.Brown, (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, vol 6, Autum, hal 247-253.
- Bamber, Linda Smith, (1986), "The Information Content of Annual Earning Releases, A Trading Volume Aproach," , *Journal of Accounting research*, Spring.
- Bamber, Linda Smith, (1987), "Unexpepted Earning, Firm Size, Trading Volume Around Quartely Earning Announcements", *The Accounting Review*, July.
- Beaver, W.H., (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements Empirical research in Accounting : Selected Studies", *Supplement to Journal of Accounting Research*.
- Chalimah, (1997), "Pengaruh Informasi Laporan Keuangan Yang Dipublikasikan Terhadap Fluktuasi Harga Saham", *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol.1, Juli.
- Critiana Rusiti, (1990), "Analisis Perilaku Harga Saham Pasar Modal Indonesia Periode 1986-1989 Dengan Pendekatan Hipotesis Pasar Modal Efisien", Thesis S2, Tidak di publikasikan, UGM, YK.
- Demski, J.S, and Gerald A. Feltam, (1994), "Market Response to Financial Reports", *Journal of accounting and Economics 17*, North Holland.
- Emory, C. William, (1996), "Metode Penelitian Bisnis", Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Fama, Eugene. F, (1970), "Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, No.2.

- Fama, Eugene. F, Fisher, L.Jernsen, (1969), "The Adjustment of stock Prices to New Information", *International Economic Review*, No.1.
- Fama, Eugene, (1991), "Efficient Capital Market II", *Journal of Finance*, Vol.46, no 5, December, hal 1575-1617.
- Farid Arif Wibowo dan Nur Indriantoro, (1998), "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Saham", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol.13, No.4, Hal 98-109.
- Gujarati, D, (1997), "*Econometrika Dasar*", PT Erlangga, Cetakan ke lima, Jakarta.
- Herman Legowo dan Mas'ud Mahfud, (1998) "Effisiensi Pasar Modal: Perbandingan Pada Dua Periode yang Berbeda dalam Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 13, no2, hal 78-90.
- Jogiyanto Hartono, (1998), "*Teori Porto Folio dan Investasi*", BPFE Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Jones, Charles P, (1996), "*Investment, Analysis and Management*", John Willey and Sons, 5th ed, New York.
- Krizman, Mark P, (1994), "What Practitioner Need ti Know Abaud Event Studies", *Financial Analysis Journal*, November-December, hal 17-20.
- Mamduh Hanafi, (1997), "Informasi Laporan Keuangan Studi Kasus Pada Emiten Di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Kelola*, No.16, Vol.VI.
- Mangande, Blasius, (1994), "*Analisis Effisiensi Pasar Modal Indonesia sebelum dan sesudah swastanisasi Studi Kasus di BEJ*", Thesis S2, Tidak dipublikasikan.
- Mark L.Mitchell and J. Harold Mulherin, (1994), "The Impact of Public Information On The Stock Market", *The Journal Of finance*, No.3, Vol.XLIX, July.
- Marwan Asri, (1996), "US Multinationals Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change (The Case of Prime Minister Takeshita's Resignation)", *Kelola Gajah Mada University Business Review*, vol 5, no 11, hal 126-137.
- Marwan Asri. dan faizal Arif, (1998), "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri Even Study pada Peristiwa 27-Juli-1996", *Jurnal Kelola*, No.18, Vol.VII.
- Peterson, Pamela P, (1989), "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol 28, no 3, Summer. P.36-66.

- Petit, R, Richardson, (1972), "Dividen Announcements, Security Performance, and Capital market Efficiency", *Journal of Finance*, No.5.
- Sautma Ronni Basana, (1998), "Pengujian Effisiensi Pasar Bentuk Lemah di Sepuluh Bursa Efek Asia-Pasifik", *Ventura*, Vol 2, no1, April.
- Sekaran , Uma, (1992), "*Research Methods For Business: Skill- Building approach*", 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, William F, Gordon, J. Alexander and V. Bailey, (1995), "*Invesment*", Prentice Hall, New York.
- Suad Husnan, (1990), "*The Indonesia stock Market : Its Contribution to Financial Development and the Aplication of Efficient Market Hypothesis*", Disertasi Untuk memperoleh derajat PhD, tidak dipublikasikan, University of Birmingham.
- Suad Husnan, (1991), "Dividen Perusahaan dan Efisiensi Pasar Modal Jakarta", *Usahawan*, No.8, hal 10-15.
- Suad Husnan, (1993), "Effisiensi Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Ekonomi Indonesia*, No.03.
- Suad Husnan., Mamduh.Hanafi, Amin Wibowo, (1996), "Dampak Pengumuman laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan", *Jurnal Kelola*, No.11, Vol.V.
- Supranto,J, (1994), "*Statistik Teori dan Aplikasi*", PT Erlangga, Edisi ke 5, Jakarta.
- Tatik Nurhayatie, Mutamimah, Siyamtinah, (1999), "Reaksi Harga Saham Di BEJ Terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Suharto", *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol.4, Desember.
- Untung Affandi dan Sidarta Utama, (1998), "Uji Effisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*, no3, Maret.
- Wiwik Utami dan Suharmadi, (1998), "Pengaruh Informasi Penghasilan Perusahaan Terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta", *Journal Riset Akutansi Indonesia*, Vol 1, no 2, Juli, hal 255-568.
- Wonnacot, Ronald J. & Wonnacot, Thomas H., (1985), "*Introductory Statistics*", 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc.