

# DAMPAK PENGUMUMAN LAPORAN KEUANGAN TERHADAP KEGIATAN PERDAGANGAN SAHAM DAN VARIABILITAS TINGKAT KEUNTUNGAN<sup>1</sup>

*Suad Husnan*  
*Mamduh M. Hanafi*  
*Amin Wibowo*

*This paper investigates the impact of financial statements of trading activities on stock volume and return variabilities. In general we found that there is an increase in trading activities in the period in which financial statements are published. Trading activities in this period are higher than trading activities in other periods. There is a significant difference between trading activities for December financial statements (audited) and trading activities for March financial statements (unaudited). We conclude that formalization of accounts has some values, despite lower recognition of public accounts and financial statements.*

*We also found somewhat disappointing results for the impact of financial statements on return variability. In general there are no differences in return variability before and after the publication of financial statements, and there aren't significant differences between return variability during period in which the financial statements are announced and other periods. We found a significant difference in return variability before and after the publication of March financial statements, but no differences between the December and March financial statements. These results lead us to conclude that March financial statements convey new information a higher return variability before the financial statements are published than after. We also conclude that December financial statements do not convey new information because they represent only a confirmation of the interim reports. If December financial statements showed some adjustments (possibly negative) on the interim reports, significant differences between return variability in December and March could be expected.*

---

<sup>1</sup> Artikel ini merupakan ringkasan hasil penelitian yang disponsori oleh Program Studi Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada.

## Pendahuluan

Hipotesis pasar modal yang efisien mengatakan bahwa pasar yang efisien bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang relevan. Informasi baru tersebut kemudian akan masuk ke dalam dan membentuk harga sekuritas. Dalam pasar yang efisien, harga cepat mencerminkan informasi yang relevan, sedemikian rupa sehingga tidak akan diperoleh keuntungan abnormal yang konsisten. Studi mengenai efisiensi keuangan di Indonesia, dengan mengacu pada pengaruh informasi terhadap harga sekuritas, sudah banyak dilakukan. Pada umumnya penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah (Husnan, 1991; Yudianala, 1994). Pada kondisi tersebut, harga-harga sekuritas mencerminkan informasi harga masa lampau. Sedangkan penelitian efisiensi bentuk setengah kuat pada umumnya menghasilkan kesimpulan yang belum memuaskan (sebagai contoh, dalam kaitannya dengan emisi saham baru, lihat Husnan, 1993). Metodologi yang digunakan adalah *event study*, seperti yang biasa digunakan dalam studi efisiensi bentuk setengah kuat. Berdasarkan hasil tersebut, harga sekuritas belum mencerminkan informasi publik.<sup>1</sup>

Atas pertimbangan semacam itu, studi ini menggunakan pendekatan lain dalam studi peristiwa (*event study*). Variabel yang diamati bukan lagi harga, seperti yang biasa dilakukan pada kebanyakan *event study*, melainkan variabel Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat

Keuntungan. Peristiwa atau *event* yang dipilih adalah pengumuman laporan keuangan. Selama ini muncul semacam persepsi bahwa laporan keuangan tidak memberikan informasi yang cukup dipercaya sebagai basis pengambilan keputusan. Studi yang dilakukan oleh Sudibyo et.al (1994) menunjukkan bahwa para pemakai informasi akuntansi mempunyai apresiasi yang rendah terhadap independensi akuntan publik. Studi semacam itu tampaknya konsisten dengan kesimpulan bahwa laporan keuangan tidak menghasilkan informasi yang cukup dipercaya. Dengan menggunakan pengumuman laporan keuangan sebagai peristiwa yang akan diteliti, studi ini akan melihat apakah benar laporan keuangan informatif, dalam arti menghasilkan keputusan perdagangan yang berbeda dengan periode-periode di luar pengumuman laporan keuangan, dan mengakibatkan perubahan harga yang berbeda dengan perubahan harga di luar pengumuman laporan keuangan.

## Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan

Dua variabel diamati dalam penelitian ini, dalam kaitannya dengan pengumuman laporan keuangan, yaitu Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan. Kegiatan Perdagangan Saham akan dilihat melalui indikator Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity*) yang dinyatakan sebagai berikut :

$$TVA_{t,t} = \frac{\Sigma \text{ Saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\Sigma \text{ Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

<sup>1</sup> Untuk hasil studi efisiensi pasar Amerika Serikat yang terbaru, lihat *review* yang dilakukan oleh Fama (1991)

Aktivitas Volume Perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah informasi tersebut membuat keputusan perdagangan di atas keputusan perdagangan yang normal. Ukuran tersebut tidak memisahkan keputusan pembelian (yang bisa dikaitkan dengan informasi positif) dengan keputusan penjualan (yang bisa dikaitkan dengan informasi negatif).

Sedangkan variabilitas tingkat keuntungan dilihat dengan menggunakan indikator (SRV) yang dinyatakan sebagai berikut:

$$SRV_{i,t} = \frac{U_{i,t}^2}{V(U_{i,t})}$$

dimana,  $U_{i,t}$  = return abnormal saham  $i$  pada waktu  $t$

$V(U_{i,t})$  = varians dari return abnormal pada periode di luar pengumuman.

Return abnormal dihitung dengan mengurangi return yang sesungguhnya dengan return seharusnya yang ditaksir dengan menggunakan model pasar (*market model*). *Security Return Variability* ingin melihat apakah pasar secara agregat menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah laporan keuangan mengakibatkan perubahan pada distribusi return saham pada waktu pengumuman laporan keuangan. Apabila abnormal return dirata-rata, ada kemungkinan nilai positif dan negatif saling menghilangkan. Sedangkan pada indikator SRV, semua nilai menjadi positif. Dengan demikian heterogenitas informasi bisa dihilangkan; Dampak dari informasi (yang heterogen tersebut) bisa dideteksi dengan SRV, meskipun arah pergerakan tidak bisa dilihat. Dengan

demikian informasi buruk atau baik tidak akan bisa dibedakan dengan SRV. Penggunaan SRV, yang tidak melihat arah pergerakan harga, mempunyai keuntungan karena pada kenyataannya kita akan mengalami kesulitan menentukan apakah suatu berita ditafsirkan sebagai berita baik atau buruk. Kenaikan laba barangkali bisa ditafsirkan sebagai berita buruk apabila kenaikan tersebut tidak sebesar yang diantisipasi oleh pasar. Sebaliknya, penurunan laba barangkali merupakan berita baik apabila penurunan tersebut tidak sebesar yang diperkirakan oleh pasar.

## Data dan Metodologi Penelitian

Empat puluh saham perusahaan yang *go-public* dipilih secara random. Dari keempat puluh saham tersebut tercatat ada beberapa saham yang tidak aktif, yang bisa mengganggu hasil penelitian. Karena itu saham-saham yang tidak aktif tersebut dihilangkan sehingga tersisa 30 saham yang kemudian dipakai sebagai sampel. Ada dua jenis laporan keuangan yang diamati, yaitu laporan keuangan bulan Desember 1993 dan laporan keuangan bulan Maret 1994. Laporan keuangan bulan Desember merupakan laporan keuangan yang diaudit dan lebih komprehensif, sedangkan laporan keuangan bulan Maret merupakan laporan keuangan interim yang tidak diaudit. Laporan keuangan Desember 1993 biasanya diterbitkan di media massa pada sekitar bulan April 1994, sedangkan laporan keuangan bulan Maret 1994 biasanya diterbitkan di media massa enam puluh hari kemudian. Pengamatan terhadap variabel kegiatan perdagangan dan variabilitas tingkat keuntungan dilakukan pada periode 20 hari sebelum dan sesudah pengumuman laporan keuangan (41 observasi termasuk pada hari pengumuman), dan pada periode 10 hari sebelum dan

sesudah pengumuman laporan keuangan, termasuk pada hari pengumuman laporan keuangan (atau 21 hari observasi). Pemendekan jangka waktu pengamatan dilakukan untuk menghindari gangguan-gangguan (*noise*) yang bisa mengacaukan analisis. Kedua variabel yang diamati diharapkan mempunyai arah yang sama. Itu berarti apabila perdagangan relatif naik, variabilitas *return* saham juga akan mengalami kenaikan.

## Hipotesis

Ada enam macam hipotesis yang akan diamati. Keenam hipotesis tersebut adalah:

- (1) Pada hari pengumuman laporan keuangan, kegiatan perdagangan saham lebih tinggi daripada hari-hari di luar pengumuman.
- (2) Kegiatan perdagangan saham pada hari-hari sebelum pengumuman lebih tinggi daripada kegiatan perdagangan sehari setelah pengumuman.
- (3) Variabilitas tingkat keuntungan saham pada hari pengumuman lebih tinggi daripada variabilitas pada hari-hari di luar pengumuman.
- (4) Variabilitas tingkat keuntungan pada hari-hari sebelum pengumuman lebih tinggi daripada variabilitas tingkat keuntungan sehari setelah pengumuman.
- (5) Diharapkan bahwa pengumuman laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan (laporan bulan Desember) akan mempunyai dampak yang lebih tinggi intensitasnya terhadap kegiatan perdagangan, daripada laporan keuangan yang tidak diperiksa oleh akuntan.
- (6) Diharapkan bahwa pengumuman laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan (laporan Desember 1993) akan mempunyai dampak yang lebih tinggi intensitasnya terhadap

volatilitas tingkat keuntungan, daripada laporan keuangan yang tidak diperiksa oleh akuntan.

Hipotesis kelima dan keenam akan melihat apakah laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan mempunyai dampak yang lebih besar dibandingkan yang belum diaudit.

## Hasil Penelitian

Hasil penelitian pada umumnya menunjukkan bahwa pada periode pengumuman laporan keuangan, kegiatan perdagangan maupun variabilitas tingkat keuntungan lebih tinggi dibandingkan dengan periode-periode di luar pengumuman, meskipun dengan tingkat signifikansi yang berbeda-beda. Terlihat bahwa tidak semua pengujian menunjukkan hasil yang selalu konsisten dengan hipotesis yang disebutkan di muka. Pemendekan hari pengamatan menjadi sepuluh hari sebelum dan sesudah pengumuman laporan keuangan, dari dua puluh hari, tidak menghasilkan hasil-hasil yang signifikan. Uraian lebih lanjut bisa dilihat berikut ini.

## Kegiatan Perdagangan

Gambar 1, 2, 3, dan 4 berikut ini menunjukkan perilaku kegiatan perdagangan untuk laporan keuangan bulan Desember 1993 dan laporan keuangan bulan Maret 1994 untuk periode pengamatan 20 dan 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman laporan keuangan. Sedangkan ringkasan terhadap pengujian hipotesis yang berkaitan dengan perdagangan relatif bisa dilihat pada Tabel 1.

Dari Tabel 1 tersebut, bisa dilihat bahwa perdagangan relatif pada saat pengumuman dengan periode di luar pengumuman menunjukkan perbedaan

yang signifikan untuk bulan Desember, tetapi tidak signifikan untuk bulan Maret, meskipun secara umum kegiatan selama pengumuman lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan diluar periode pengumuman. Untuk pengumuman bulan Desember, terjadi peningkatan kegiatan perdagangan

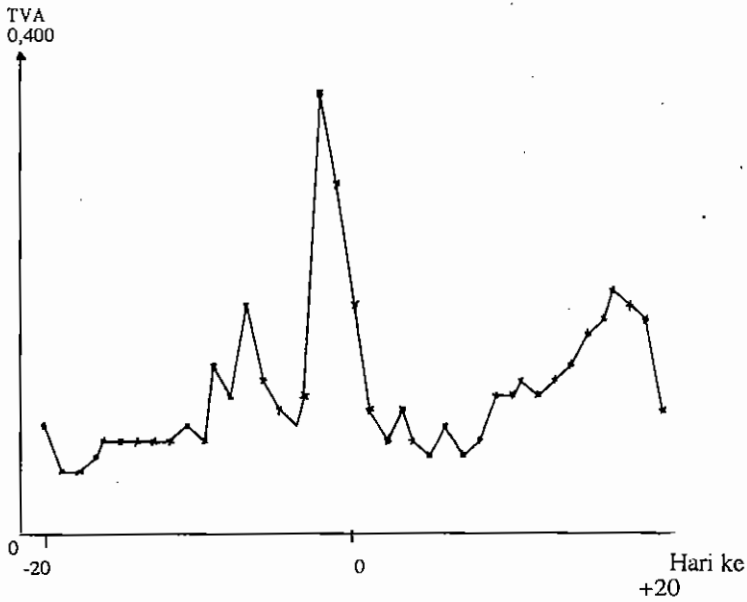
sekitar 62 persen pada hari pengumuman. Sedangkan untuk bulan Maret, meskipun tidak signifikan perbedaan yang terjadi, terjadi peningkatan sekitar 75 persen. Tidak signifikannya perbedaan perdagangan bulan Maret tersebut sangat mungkin terjadi karena sebelum pengumuman pasar

Tabel 1. Ringkasan Pengaruh Laporan Keuangan Terhadap Perdagangan Relatif

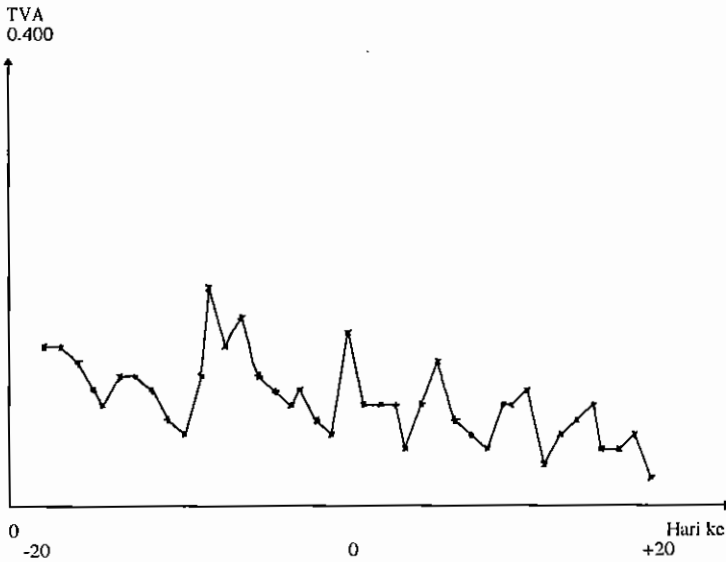
Kejadian yang Diuji	Hipotesis ke	Periode 20 hari	Periode 10 hari
Sekitar pengumuman dengan pada hari pengumuman (Desember)	#1	0.108 ; 0.183 (0.066) (0) signifikan	0.113 ; 0.183 (0.079) (0) signifikan
Sebelum dengan sesudah pengumuman laporan keuangan (Desember)	#2	0.107 ; 0.114 (.083) (.046) tidak signifikan	0.151 ; 0.076 (.099) (.0185) signifikan
Sekitar pengumuman dengan pada hari pengumuman (Maret)	#1	0.081 ; 0.139 (0.035) (0) signifikan	0.079 ; 0.139 (0.032) (0) tidak signifikan
Sebelum dengan sesudah pengumuman (Maret)	#2	0.100 ; 0.064 (0.034) (0.028) signifikan	0.089 ; 0.0677 (.0391) (.0202) signifikan
Desember dengan Maret	#5	0.110 ; 0.082 (0.065) (0.035) signifikan	0.117 ; 0.0823 (.079) (.0338) signifikan
Sebelum pengumuman laporan keuangan Desember dengan Maret	#5	0.107 ; 0.100 (0.083) (0.034) tidak signifikan	0.151 ; 0.088 (.099) (.039) signifikan
Setelah pengumuman laporan keuangan Desember dengan Maret	#5	0.114 ; 0.064 (0.046) (0.028) signifikan	0.076 ; 0.069 (.019) (.021) tidak signifikan

Catatan: Hasil yang signifikan menunjukkan signifikansi paling tidak pada tingkat 10 persen, angka dalam kurung merupakan deviasi standar.

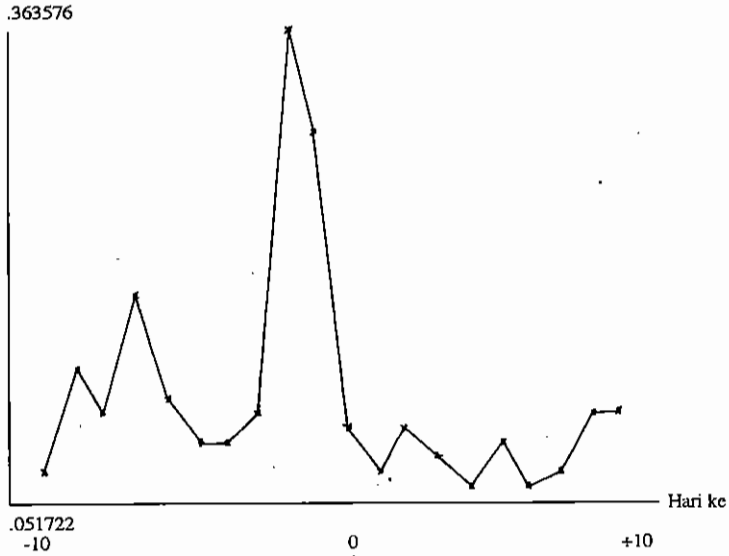
Gambar 1. Kegiatan Perdagangan Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan, Desember 1993 dengan Periode Pengamatan 20 hari.



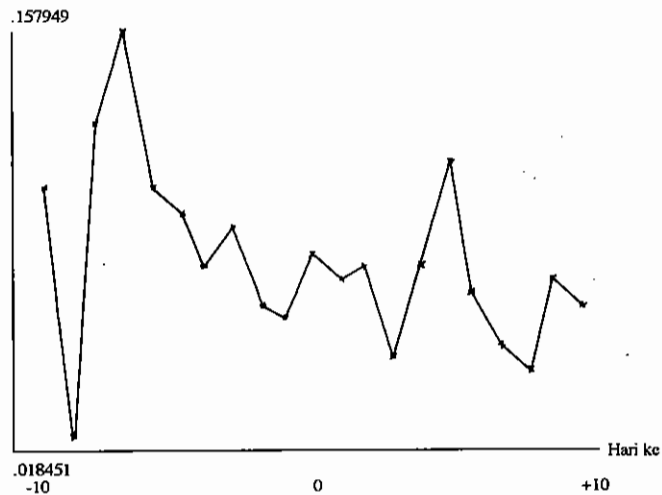
Gambar 2. Kegiatan Perdagangan Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan, Maret 1994, dengan Periode Pengamatan 20 hari.



Gambar 3. Kegiatan Perdagangan Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan, Desember 1993 dengan Menggunakan Periode 10 hari Sebelum dan Sesudah Pengumuman



Gambar 4. Kegiatan Perdagangan Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan, Maret 1994 dengan Menggunakan Periode 10 hari Sebelum dan Sesudah Pengumuman



sudah mengantisipasi, dan dengan demikian terjadi peningkatan kegiatan perdagangan sebelum periode pengumuman. Kegiatan perdagangan sebelum pengumuman menunjukkan angka yang lebih besar dan signifikan dibandingkan dengan kegiatan perdagangan sesudah pengumuman, untuk pengumuman bulan Desember dan bulan Maret. Untuk bulan Desember, kegiatan perdagangan sebelum pengumuman mencapai 0,151 (15,1 persen) dibandingkan dengan 0,076 yang merupakan kegiatan perdagangan sesudah pengumuman. Sedangkan kegiatan perdagangan bulan Maret sebelum pengumuman mencapai 0,089 dibandingkan dengan 0,0677 yang merupakan kegiatan perdagangan sesudah pengumuman. Hasil ini sesuai dengan hipotesis penelitian. Kegiatan perdagangan bulan Desember lebih besar dibandingkan dengan kegiatan perdagangan bulan Maret dengan memasukkan periode sebelum dan sesudah (semua hari observasi). Kegiatan perdagangan Desember mencapai 0,117 dibandingkan dengan kegiatan perdagangan Maret yang mencapai 0,0823. Sedangkan kegiatan perdagangan sebelum pengumuman Desember dengan Maret menunjukkan perbedaan yang signifikan hanya untuk pengamatan 10 hari. Hasil semacam ini sesuai dengan harapan. Kegiatan perdagangan sesudah pengumuman Desember dengan Maret tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Meskipun hasil ini tidak sesuai dengan harapan, tetapi hasil semacam ini masuk akal. Kegiatan sesudah pengumuman diharapkan tidak akan begitu aktif dibandingkan dengan kegiatan sebelum pengumuman, baik untuk bulan Desember maupun untuk bulan Maret.

Secara umum, untuk perdagangan relatif, tampak ada perbedaan yang signifikan antara periode di luar pengumuman dengan pada saat pengumuman. Laporan keuangan sepertinya memberikan informasi yang mendorong aktivitas perda-

gangan yang lebih besar dibandingkan dengan tingkat perdagangan di luar periode pengumuman. Secara umum juga nampak bahwa kegiatan perdagangan sebelum pengumuman laporan keuangan menunjukkan aktivitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan sesudah pengumuman laporan keuangan. Hasil semacam ini menunjukkan bahwa pasar melakukan antisipasi terhadap laporan keuangan, dan hasil ini konsisten dengan hipotesis bahwa laporan keuangan informatif, dalam arti mendorong aktivitas perdagangan pelaku pasar.

Kegiatan perdagangan sebelum laporan keuangan bulan Maret lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan sesudah bulan Maret. Dengan mengambil analogi dari *event study* dengan pengamatan harga saham, keuntungan abnormal tidak akan diperoleh sesudah terjadinya *event* (peristiwa) tertentu. Antisipasi atau kebocoran informasi memungkinkan terjadinya *return* abnormal sebelum peristiwa tersebut. Dengan mengambil analogi semacam itu, nampaknya ada antisipasi dari pasar terhadap laporan keuangan bulan Maret. Nampaknya hal semacam ini konsisten dengan hipotesis bahwa laporan keuangan bulan Maret menyediakan informasi baru. Pada bagian variabilitas tingkat keuntungan, kita akan membicarakan laporan keuangan bulan Maret yang menyediakan informasi yang baru atau relatif baru dibandingkan laporan keuangan bulan Desember.

Hasil semacam itu konsisten dengan penemuan studi serupa di Amerika Serikat. Sebagai contoh, Beaver (1968) menemukan bahwa kegiatan perdagangan mencapai 33 persen lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata kegiatan perdagangan saham di luar periode pengumuman. Dan angka ini juga merupakan kegiatan perdagangan yang paling tinggi dibandingkan dengan periode lainnya. Variabilitas tingkat keuntungan juga menunjukkan kecenderungan yang sama (akan dibicarakan



dibagian berikutnya). Variabilitas tingkat keuntungan mencapai 67 persen lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata variabilitas pada periode bukan pengumuman laporan keuangan.

Perdagangan relatif bulan Desember lebih besar dibandingkan dengan perdagangan bulan Maret. Laporan keuangan Desember mempunyai dampak yang lebih besar dibandingkan laporan bulan Maret terhadap perdagangan relatif. Barangkali karena laporan keuangan Desember mencakup periode yang lama (satu tahun), dan juga karena laporan keuangan Desember mempunyai formalitas yang lebih tinggi (diaudit oleh akuntan), laporan keuangan Desember mendorong keputusan jual-beli yang lebih besar dibandingkan dengan laporan keuangan Maret. Hasil tersebut menunjukkan bahwa, seperti halnya pernyataan dari akuntan publik mempunyai pengaruh terhadap perdagangan saham, meskipun Sudiby et al (1994) menunjukkan adanya indikasi ketidakpercayaan publik terhadap laporan akuntan publik. Meskipun demikian penelitian ini belum memisahkan antara pengaruh lamanya periode yang dicakup laporan keuangan Desember dengan pengaruh *cap* akuntan publik terhadap perdagangan saham.

## Variabilitas Tingkat Keuntungan

Variabilitas tingkat keuntungan merupakan indikator yang biasa dipakai untuk melihat ketidakpastian atau asimetri informasi. Grant (1980) menunjukkan bahwa saham-saham di Bursa Paralel mempunyai variabilitas *return* yang tinggi di sekitar laporan keuangan dibandingkan dengan saham-saham di *New York Stock Exchange*. Informasi mengenai saham-saham di Bursa Paralel relatif lebih sedikit dibandingkan dengan informasi saham-saham di *New York Stock Exchange*. Richardson (1984) menggunakan sampel di *New York Stock Exchange* dan *American Stock Exchange* menemukan varia-

bilitas tingkat keuntungan yang lebih besar pada periode pengumuman laporan keuangan untuk saham-saham yang mempunyai ukuran yang lebih kecil dan yang kurang diikuti oleh pihak luar. Hal yang terakhir tersebut dilihat dari ada tidaknya atau sedikit banyaknya *forecast earning* di majalah bisnis, sedikit banyaknya berita mengenai perusahaan tersebut di *Wall Street Journal*, dan R-kuadrat *regresi earning* terhadap kondisi ekonomi secara keseluruhan. R-kuadrat yang rendah menunjukkan bahwa laporan *earning* merupakan sumber yang penting karena tidak ada informasi lainnya. Hasil yang diperoleh konsisten dengan hipotesis yaitu ada kecenderungan perusahaan yang kecil, frekuensi *forecast* yang lebih sedikit, frekuensi berita yang lebih sedikit di *Wall Street Journal*, dan mempunyai R-Kuadrat yang lebih rendah, mempunyai variabilitas tingkat keuntungan yang lebih tinggi di sekitar periode laporan keuangan. Relatif tidak banyak sumber informasi mengenai perusahaan-perusahaan dengan karakteristik semacam itu.

Variabilitas tingkat keuntungan sebelum pengumuman secara umum menunjukkan angka yang lebih tinggi dibandingkan dengan variabilitas sesudah pengumuman. Sayangnya perbedaan variabilitas sebelum dengan sesudah pengumuman menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hanya satu perbedaan yang signifikan yaitu perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman laporan keuangan bulan Desember dengan menggunakan periode pengamatan 20 hari. Secara umum hasil untuk variabilitas tingkat keuntungan lebih jelek dibandingkan dengan hasil untuk perdagangan relatif. Gambar 5,6,7, dan 8 berikut ini menunjukkan grafik variabilitas tingkat keuntungan sebelum, selama, dan sesudah pengumuman laporan keuangan bulan Maret, Desember, dengan menggunakan periode pengamatan 10 dan 20 hari sebelum dan sesudah pengumuman laporan ke-

uangan. Tabel 2 memperlihatkan ringkasan pengujian hipotesis yang berkaitan dengan variabilitas tingkat keuntungan.

Dari Tabel 2 tersebut nampak bahwa variabilitas tingkat keuntungan menunjukkan hasil yang lebih jelek dibandingkan dengan kegiatan perdagangan relatif. Laporan keuangan Desember dan Maret menunjukkan bahwa variabilitas tingkat

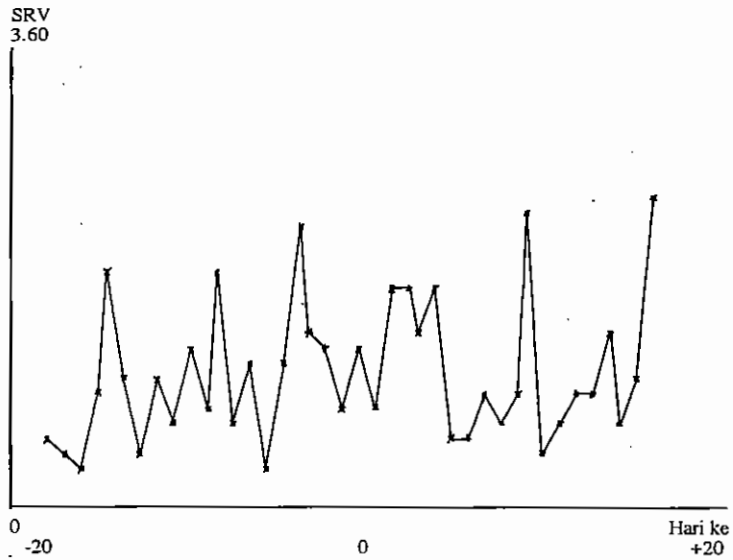
keuntungan pada saat pengumuman laporan keuangan lebih besar dibandingkan dengan periode di luar laporan pengumuman, meskipun sebagian besar tidak signifikan. Hasil semacam ini tidak sesuai dengan harapan penelitian. Laporan keuangan diharapkan memberikan informasi baru yang mendorong perubahan harga yang lebih tinggi.

Tabel 2. Ringkasan Pengaruh Laporan Keuangan Terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan

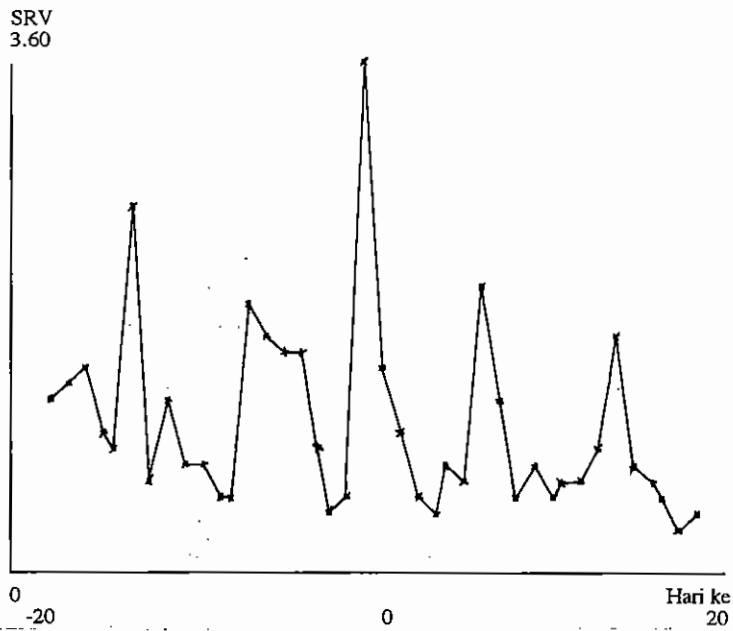
Kejadian yang Diuji	Hipotesis ke	Periode 20 hari	Periode 10 hari
Sekitar pengumuman dengan pada hari pengumuman (Desember)	#1	0.975 ; 1.106 (0.554) (0) signifikan	0.954 ; 0.907 (0.422) (0) tidak signifikan
Sebelum dengan sesudah pengumuman laporan keuangan (Desember)	#2	1.113 ; 1.018 (0.548) (0.417) tidak signifikan	0.973 ; 0.937 (0.439) (0.428) tidak signifikan
Sekitar pengumuman dengan pada hari pengumuman (Maret)	#1	0.979 ; 1.400 (0.711) (0) tidak signifikan	0.944 ; 1.102 (0.590) (0) tidak signifikan
Sebelum dengan sesudah pengumuman (Maret)	#2	0.975 ; 1.001 (0.558) (0.467) signifikan	1.158 ; 0.7322 (0.710) (0.362) signifikan
Desember dengan Maret	#6	0.975 ; 0.979 (0.555) (0.672) tidak signifikan	0.951 ; 0.952 (0.412) (0.576) tidak signifikan
Sebelum pengumuman laporan keuangan Desember dengan Maret	#6	1.113 ; 0.975 (0.548) (0.558) tidak signifikan	0.972 ; 1.157 (0.439) (0.710) tidak signifikan
Setelah pengumuman laporan keuangan Desember dengan Maret	#6	1.018 ; 1.001 (0.418) (0.467) tidak signifikan	0.933 ; 0.765 (0.406) (0.361) tidak signifikan

**Catatan:** Hasil yang signifikan menunjukkan signifikansi paling tidak pada tingkat 10 persen angka dalam kurung merupakan standar deviasi

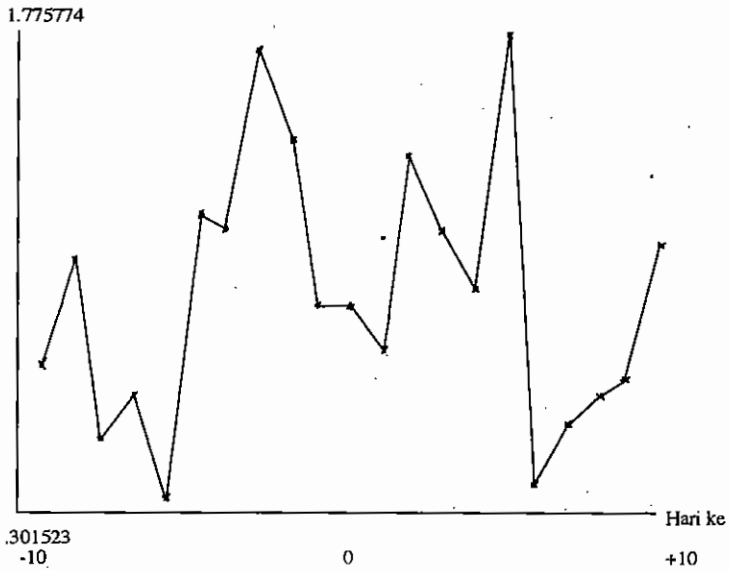
Gambar 5. Variabilitas Tingkat Keuntungan Sekitar Pengumuman Bulan Desember 1993, Periode Pengamatan 20 hari..



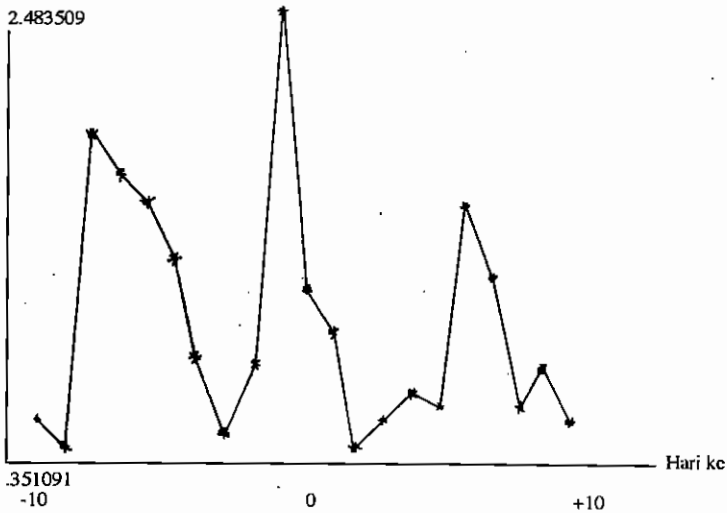
Gambar 6. Variabilitas Tingkat Keuntungan Sekitar Pengumuman Bulan Maret 1994, Periode Pengamatan 20 hari.



Gambar 7. Variabilitas Tingkat Keuntungan Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan, Desember 1993 dengan Menggunakan Periode 10 hari Sebelum dan Sesudah Pengumuman.



Gambar 8. Variabilitas Tingkat Keuntungan Sekitar Pengumuman Laporan Keuangan, Maret 1994 dengan Menggunakan Periode 10 hari Sebelum dan Sesudah Pengumuman.



Apabila dibandingkan variabilitas tingkat keuntungan sebelum dengan sesudah laporan keuangan bulan Desember (dengan periode pengamatan 10 hari), variabilitas tingkat keuntungan sebelum laporan keuangan menunjukkan angka yang lebih tinggi, meskipun hasil yang diperoleh tidak signifikan. Variabilitas tingkat keuntungan sebelum pengumuman bulan Desember adalah 0,973, lebih besar dibandingkan dengan sesudah pengumuman yaitu 0,937. Untuk pengumuman bulan Maret dengan menggunakan periode pengamatan 10 hari, variabilitas tingkat keuntungan sebelum pengumuman mencapai 1,158, lebih besar dibandingkan dengan variabilitas sesudah pengumuman yaitu 0,7322. Perbedaan tersebut signifikan dan perbedaan yang signifikan tersebut konsisten baik untuk periode pengamatan 10 hari maupun 20 hari. Hasil semacam ini membuat kami berkesimpulan bahwa laporan keuangan Maret nampaknya memberikan suatu informasi *baru* yang membuat ketidakpastian sebelum pengumuman laporan keuangan meningkat. Variabilitas tingkat keuntungan pengumuman Desember dengan variabilitas Maret tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan (0,951 untuk Desember versus 0,952 untuk bulan Maret untuk periode 10 hari; 0,975 untuk Desember dan 0,979 untuk Maret untuk periode 20 hari), meskipun variabilitas bulan Maret secara umum lebih besar dibandingkan dengan variabilitas bulan Desember. Hasil ini tidak sesuai dengan harapan, tetapi hasil semacam membuka cerita baru yang akan dijelaskan pada bagian berikutnya.

Salah satu hipotesis penelitian ini mengatakan bahwa variabilitas tingkat keuntungan bulan Desember lebih besar dibandingkan variabilitas tingkat keuntungan bulan Maret. Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya perbedaan varia-

bilitas tingkat keuntungan yang signifikan antara keduanya, meskipun variabilitas tingkat keuntungan laporan bulan Maret lebih tinggi dibandingkan variabilitas laporan bulan Desember. Tidak adanya perbedaan tersebut kita interpretasikan sebagai tidak barunya informasi laporan keuangan bulan Desember relatif terhadap laporan keuangan bulan Maret. Laporan keuangan bulan Desember mencakup laporan keuangan interim sebelumnya. Apabila laporan keuangan Desember hanya merupakan konfirmasi (searah) laporan keuangan interim sebelumnya, maka masuk akal apabila variabilitas bulan Desember tidak akan berbeda dengan variabilitas bulan Maret. Kecuali apabila terjadi penyesuaian pada laporan keuangan bulan Desember yang berbeda dengan laporan keuangan interim. Dalam situasi tersebut bisa diharapkan terjadi variabilitas keuntungan yang berbeda antara bulan laporan bulan Desember dengan laporan bulan Maret.

Informasi yang disampaikan oleh laporan keuangan bulan Maret nampaknya merupakan informasi *baru*, sedangkan informasi bulan Desember hanya merupakan konfirmasi dari laporan keuangan interim sebelumnya. Dengan demikian ketidakpastian yang berkaitan dengan laporan bulan Maret akan lebih besar dibandingkan dengan ketidakpastian laporan keuangan bulan Desember. Hipotesis semacam itu nampak diperkuat oleh hasil penelitian. Variabilitas tingkat keuntungan sebelum dengan sesudah pengumuman laporan keuangan Maret menunjukkan perbedaan yang signifikan, sedangkan untuk laporan keuangan Desember, variabilitas sebelum dengan sesudah pengumuman menunjukkan angka-angka yang tidak signifikan perbedaannya. Hasil semacam itu nampaknya konsisten dengan interpretasi yang mengatakan bahwa laporan keuangan

bulan Maret menyajikan informasi yang baru mengenai prospek perusahaan. Karena merupakan informasi *baru*, ketidakpastian yang ditimbulkan akan semakin tinggi, dan berarti akan semakin tinggi pula variabilitas tingkat keuntungan.

Faktor lain barangkali bisa disebutkan sebagai pendukung hasil semacam itu. Laporan keuangan Maret harus diserahkan 60 hari sesudah tanggal laporan keuangan, sedangkan laporan keuangan Desember diserahkan paling lambat 120 hari setelah tanggal laporan keuangan. Pada saat pengumuman, laporan keuangan bulan Desember sangat mungkin sudah diantisipasi lebih lama dibandingkan dengan laporan keuangan bulan Maret. Variabilitas tingkat keuntungan sebelum dengan sesudah pengumuman untuk Desember dengan demikian diharapkan tidak berbeda jauh, karena pasar sudah mengantisipasi lama sebelumnya.

Dari hasil-hasil yang kita bicarakan, nampak bahwa kegiatan perdagangan tidak selalu berkorelasi (positif dalam hal ini) dengan variabilitas tingkat keuntungan. Kegiatan perdagangan yang tinggi tidak selalu diikuti dengan variabilitas tingkat keuntungan yang tinggi pula. Keduanya barangkali mencerminkan fenomena yang berbeda, yang perlu diteliti lebih lanjut.

## Simpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa laporan keuangan tampaknya dipergunakan investor dalam kegiatan perdagangan di bursa. Kegiatan perdagangan relatif pada hari pengumuman laporan keuangan lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan di luar pengumuman laporan keuangan. Antisipasi investor terhadap laporan keuangan sudah terlihat sebelum pengumuman laporan keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perdagangan relatif sebelum dan sesudah laporan keuangan me-

nunjukkan perbedaan yang signifikan, baik untuk bulan Maret maupun bulan Desember (untuk periode pengamatan 10 hari), dengan kegiatan perdagangan saham sebelum laporan keuangan lebih besar dibandingkan dengan sesudah laporan keuangan. Nampaknya pasar Indonesia *efisien* dalam arti pasar mengantisipasi laporan keuangan.

Laporan keuangan bulan Desember mempunyai dampak yang lebih besar dibandingkan laporan keuangan Maret terhadap perdagangan relatif. Laporan keuangan Desember mencakup periode yang lebih lama dan lebih formal (diaudit oleh akuntan) dibandingkan laporan keuangan Maret. Nampaknya pengesahan dari akuntan mempunyai nilai tersendiri, meskipun penelitian sebelumnya menunjukkan apresiasi masyarakat yang rendah terhadap independensi akuntan publik. Meskipun demikian penelitian ini tidak memisahkan antara pengaruh audit akuntan dengan pengaruh lamanya periode yang dicakup laporan Desember.

Laporan keuangan tidak mempunyai pengaruh yang berarti terhadap variabilitas tingkat keuntungan untuk bulan Desember, tetapi untuk bulan Maret, pengaruh tersebut signifikan dengan melihat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dengan sesudah laporan keuangan. Hasil ini barangkali disebabkan karena laporan keuangan bulan Maret memberikan informasi *baru* yang mengakibatkan ketidakpastian yang lebih tinggi dibandingkan laporan keuangan Desember. Perbedaan variabilitas laporan bulan Desember dengan Maret tidak signifikan. Hal ini disebabkan laporan keuangan bulan Desember merupakan konfirmasi (searah) terhadap laporan keuangan Maret. Kecuali kalau laporan Desember membantah atau melakukan koreksi terhadap laporan bulan Maret, maka bisa diharapkan perbedaan

variabilitas yang berbeda antara laporan Desember dengan laporan Maret.

Variabilitas tingkat keuntungan menunjukkan hasil yang diluar harapan penelitian. Penelitian selanjutnya bisa difokuskan untuk melihat fenomena variabilitas tingkat keuntungan. Kesimpulan bahwa laporan bulan Maret memberikan informasi baru dan perbedaan antara laporan Desember dengan Maret tidak signifikan bisa diteliti lebih lanjut. Periode penelitian bisa ditambah dengan memasukkan laporan keuangan tahun-tahun lainnya. Pada penelitian tersebut laporan keuangan Desember dipisahkan dengan laporan keuangan Maret, dan diharapkan ada perbedaan antara keduanya. Perbedaan tersebut bisa menguatkan kesimpulan bahwa audit akuntan mempunyai nilai bagi in-

vestor. Kesimpulan bahwa laporan Desember merupakan konfirmasi bisa diuji lebih lanjut dengan membedakan laporan keuangan Desember yang merupakan konfirmasi searah dan yang bukan merupakan konfirmasi searah. Laba sesudah pajak atau rasio profitabilitas bisa dipakai sebagai indikator kinerja perusahaan, sekaligus menentukan apakah konfirmasi yang terjadi searah atau tidak. Pada konfirmasi yang tidak searah diharapkan akan terjadi perbedaan variabilitas antara laporan Desember dengan Maret. *Abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan model pasar (*market model*) untuk menaksir *return* yang seharusnya. Barangkali model lain bisa ditambahkan untuk melihat apakah hasil penelitian konsisten dengan apabila digunakan model yang lain.

## Referensi

- Beaver, W.H. (1968), "The Information Content of Annual Earning Announcements," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Supplement to Journal of Accounting Research*, hal. 67-92.
- Dimson, E. (1979), "Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading," *Journal of Financial Economics*, June, hal.197-216.
- Fama, Eugene, Lawrence Fischer, Michael Jensen, dan Richard Roll (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, February.
- (1970), "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25 May.
- (1991), "Efficient Capital Market: II," *Journal of Finance* 46, December.
- Foster, G. (1981), "Intra-Industry Information Transfers Associated with Earnings Releases," *Journal of Accounting and Economics*, March, hal. 201-232.
- (1986), *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall.
- Grant, E.B. (1980), "Market Implications of Differential Amounts of Interim Information," *Journal of Accounting Research*, Spring hal. 225-268.
- Hanafi, Mamduh M. dan Suad Husnan (1991), "Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta Selama 1990," *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, November.

- Husnan, S. (1991), "Efisiensi Pasar Modal Indonesia," *Jurnal Ekonomi Indonesia*. April.
- (1993), "The First Issues Market: The Case of the Indonesian Stock Market," *Indonesian Economic Journal*, Oktober.
- Richardson, G.D. (1984), "The Information Content of Annual Earnings for Large and Small Firms: Some Further Empirical Evidence," *working paper*, University of British Columbia, February.
- Sudibyso, Bambang, et al, (1994), "Public Confidence on the Independence of Public Accountant," *Paper presented in the sixth Annual PACAP Finance Conference*, July 6-8, 1994, Jakarta.
- Yudianala (1994), "Analisis Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Periode 1991-1993," *Skripsi*, FE-UGM, Yogyakarta