

**PENGARUH PENGUMUMAN STRATEGI PENGUNGKAPAN INFORMASI
EMITEN PADA RETURN SAHAM
DI BURSA EFEK INDONESIA**

I GEDE SUPARTA WISADHA

*Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana*

ABSTRACT

The objective of this research is to the empirical test hypothesis (1) the effect of the information disclosures strategy to the stocks return.,(2) the lower average abnormal return after the announcement of information disclosures strategy then average abnormal return before of the announcement it, (3) the lower average abnormal return after the announcement of information disclosure strategy then average abnormal return on the date of announcement it.

The methodology of this research is explanatory survey by using secondary data and 154 of listing companys at Indonesia Stock Exchanges as sample size, the sampling method used is a purposive random which category only the company sending the disclosures strategy to the Bapepam. The analysisist data method is used the market model(Markowitz) with the events study -3 days before and +3 days after at the date announcement of disclosures strategy.

The results of these research are (1) the effect of the information disclosures strategy to the stocks return is significantly.,(2) the lower average abnormal return after the announcement of information disclosures strategy then average abnormal return before of the announcement has an empirical prove, (3) the lower average abnormal return after the announcement of information disclosures strategy then average abnormal return on the date of announcement has an empirical prove .

The conclusion of this research are the results of these research is consistently with the study before, however the assumption is used did not the efficient market in the semi-strong form, but in the weak-form especially for the Indonesia Capital Market.

Key Words: *disclosures strategy, market model, the efficient market assumption.*

I. PENDAHULUAN

Dalam teori agensi (*agency theory*) munculnya masalah-masalah informasi yang asimetri, sering dapat menimbulkan konflik kepentingan dalam hubungan antara manajemen dan pemilik perusahaan. Konflik itu muncul dengan asumsi manajemen perusahaan bertindak sebagai agen mempunyai akses data keuangan dan informasi yang superior atau memiliki informasi yang lebih daripada pemiliknya sendiri atau investor sebagai prinsipal. Strategi manajemen dalam posisinya sebagai superior informasi perusahaan memungkinkan perilakunya sangat potensial untuk memanfaatkan kesempatan untuk memanipulasi pelaporan keuangan guna kepentingan sendiri (Beaver, 1998).

Studi penelitian tentang informasi yang asimetri telah banyak dilakukan, antara lain oleh *Ronen* (1979), *Holthausen* dan *Leftwich* (1983), *Verrecchia* (1983, 1986, 1990), *Demski et al.* (1984), *Dye* (1988), *Titman* dan *Trueman* (1988); *Beaver* (1989); *Stein* (1989); *Schipper* (1989); *Myers* (1991). Dalam studi ini diungkapkan bahwa para manajer perusahaan merupakan pihak yang dianggap sebagai superior informasi atau memiliki informasi yang lebih dapat membuat pelaporan keuangan perusahaan berpotensi lebih informatif untuk disampaikan kepada investor-investor sebagai pihak luar perusahaan. Walaupun demikian, kemungkinan konflik kepentingan dapat saja terjadi antara para manajer dan pemegang saham. Hal itu terjadi di samping akibat ketidaksempurnaan standar akuntansi dan standar *auditing* yang

diterapkan juga dapat menciptakan distorsi-distorsi yang beragam di dalam pelaporan keuangan. Apabila tingkat distorsi yang terjadi sangat tinggi di dalam pelaporan keuangan yang kemudian diakses dan digunakan, informasi tersebut akan menimbulkan ekonomi biaya tinggi sehingga beberapa perusahaan dapat melakukan kesalahan menilai harga sahamnya di pasar yang efisien. Reaksi yang diberikan oleh para pelaku pasar akan terlihat dan tercermin pada perubahan harga-harga saham perusahaan tersebut. Apakah perubahan harga-harga saham perusahaan tersebut secara fakta sering menimbulkan ketidakseimbangan aliran informasi antara para manajer sebagai *insiders* perusahaan dan para investor sebagai pihak *outsiders* yang disebut informasi asimetri (*asymmetric information*).

Salah satu metode untuk mengurangi terjadinya informasi asimetri tersebut adalah perusahaan emiten perlu melakukan suatu strategi pengungkapan informasi (*strategy disclosure*) di bursa efek (*Leland dan Pyle, 1977*). Strategi pengungkapan informasi emiten potensial dapat memberikan informasi –informasi yang penting kepada publik. Dengan demikian, dapat mempengaruhi harga-harga saham di bursa atau pada *return* saham diasumsikan pasar yang efisien. Hal ini dikemukakan oleh *Healy dan Palepu (1993)* dalam studi penelitiannya.

Strategi pengungkapan informasi potensial menyediakan informasi-informasi yang sangat penting bagi manajer-manajer perusahaan emiten untuk dapat mempengaruhi investor sebagai pihak

luar perusahaan. Dalam hal ini diasumsikan bahwa pasar efisien. Pasar yang efisien jika ada informasi terbaru masuk ke pasar dan informasi terbaru tersebut merupakan strategi pengungkapan informasi emiten yang bersifat material. Biasanya emiten melakukan strategi pengungkapan informasi secepat mungkin yang diumumkan atau dipublikasikan kepada publik melalui Bapepam selaku Badan Pengawas Pasar Modal. Diumumkan atau dipublikasikannya pengungkapan informasi ini kepada publik diperkirakan akan dapat mempengaruhi *trading* di bursa dan pada *return* saham-saham tersebut. Pada umumnya investor membuat keputusan investasi *assets* jangka pendek, misalnya dalam bentuk surat saham. Para investor biasanya melakukan aktivitas *trading* di pasar modal sebagian didasarkan atas informasi terbaru yang masuk ke pasar yang diterima dari tiap-tiap emiten yang sahamnya *listing* di bursa. Begitu pula penelitian yang dilakukan oleh *Watts* (1977), *Holthausen* dan *Leftwich* (1983), dan *Watts* dan *Zimmerman* (1990) mengungkapkan bahwa keputusan-keputusan akuntansi dalam pengungkapan informasi keuangan mengenai perjanjian kontrak kewajiban dan kompensasi manajemen yang dibuat oleh manajemen korporasi. Di samping itu, pertimbangan-pertimbangan yang bersifat politis juga dapat mempengaruhi *return* dan risiko individu saham, baik langsung maupun tidak langsung, baik dalam waktu yang cepat maupun lambat. Dalam penelitian ini diasumsikan bahwa pasar yang efisien dalam bentuk semi-kuat (*semi-strong form*).

Perubahan harga saham atau *return* saham yang terjadi di pasar merupakan sinyal adanya informasi terbaru (*up to date information*) yang masuk ke pasar. Informasi terbaru ini bisa berupa pengumuman emiten terhadap suatu peristiwa penting atau bersifat material perusahaan, misalnya laba, pembagian dividen, *merger*, dan strategi pengungkapan informasi ini diharapkan dapat menjelaskan keadaan posisi keuangan perusahaan terkini. Perubahan harga-harga saham yang bersifat bias dapat menyebabkan nilai sahamnya terlalu rendah (*undervalue*) oleh pasar dapat memiliki insentif untuk melakukan penawaran terbatas (*private markets*), di mana biaya-biaya informasinya akan lebih rendah. Alternatif ini melalui penawaran terbatas merupakan salah satu strategi manajer perusahaan untuk melakukan aksi pembelian saham-saham perusahaan yang harga sahamnya mempunyai nilai rendah (murah) atau sering disebut sebagai aksi korporasi, yaitu melakukan *buyout*. Walaupun hal ini tidak biasa dilakukan, kemungkinan akan merupakan kendala yang harus dihadapi oleh para manajer untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka pada perusahaan-perusahaan besar. Di samping itu, kemungkinan bisa menimbulkan masalah inefisien untuk menjual saham-saham perusahaan yang sering dilakukan oleh para manajer karena alasan adanya pemerataan risiko (*risk-sharing*).

Pada umumnya argumentasi yang menyatakan bahwa manajer-manajer perusahaan yang harga sahamnya tinggi (*overvalued*)

cenderung kurang tertarik dan tidak konsern dengan informasi-informasi baru atau pengumuman bursa daripada manajer-manajer perusahaan yang harga sahamnya rendah (*undervalued*). Hal ini terjadi karena manajer-manajer perusahaan yang harga sahamnya tinggi, walaupun legal atas kegagalan mereka mampu memberi pengungkapan informasi yang lebih relevan kepada investor-investor. Apabila di pasar terjadi harga-harga sahamnya tinggi, maka para manajer perusahaan mendapat peluang untuk melakukan aksi jual saham yang dipegangnya atau mengeluarkan ekuitas saham baru pada tingkat *rate* yang *favorable*. Pada akhirnya pasar akan melakukan koreksi secara otomatis terhadap harga-harga saham yang nilainya terlalu rendah atau terlalu tinggi, sehingga akan kembali terjadi keseimbangan atau mencapai harga ekuilibrium saham di pasar.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris (1) pengaruh strategi pengungkapan informasi emiten pada *return* saham di bursa efek Indonesia, (2) *average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* sebelum tanggal pengumuman, (3) *average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* pada saat tanggal pengumuman.

II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Strategi Pengungkapan Informasi

Strategi pengungkapan (*disclosure strategy*) adalah *the process of developing and implementing a disclosure level that includes quantitative and qualitative communications of retrospective and of prospective nature*, (Lev, 1992). Definisi ini konsisten dengan definisi-definisi yang telah dikemukakan oleh Eccles and Mavrinac (1995), yang menyatakan strategi pengungkapan “*who point out that a firm’s processes of disclosure and communication are set by the firm’s strategy for corporate information disclosure*”. Di samping itu, Gibbins et al. (1990) mendefinisikan strategi pengungkapan sebagai “*the result of a particular corporate disclosure strategy is a disclosure position. A disclosure position determines an average response to disclosure issues under normal circumstances for a given firm. Firms can provide disclosure through regulated financial reports, including the financial statements, footnotes, management discussion and analysis and other legally required filings*”.

Achleitner and Bassen (2001), dan Healy et al. (1999) lebih lanjut menyatakan bahwa strategi pengungkapan adalah “*firms engage in voluntary communication, such as roadshows, analysts’ presentations and conference calls, press releases, internet sites and other investor relations activities*”. Healy and Palepu (2001) memberi definisi strategi pengungkapan (*disclosure strategy*) sebagai “*firms consequently disclose information by using investor relations instruments*”.

Kuperman (2000) mendefinisikan strategi pengungkapan sebagai “*investor relations instruments are tools used by firms to disclose*

information to outside users of firm information". Menurut Chandra (1975) dan Mohanram (1998) "*while the impact of information disclosure by firms can be examined on a broad spectrum*". Penelitian ini berkaitan erat dengan kandungan informasi bersifat material yang disampaikan emiten kepada para pelaku pasar modal yang diharapkan dapat mempengaruhi reaksi pasar.

Pengembangan Hipotesis

Apabila harga-harga saham emiten rendah (*undervalued*) di pasar, maka para manajer perusahaan akan melakukan koreksi atas kesalahan dalam penetapan harga saham (*mispricing*) tersebut. Tindakan-tindakan para manajer (*corporate actions*) tersebut antara lain (1) dapat membuat pelaporan keuangannya lebih kredibel melalui strategi pengungkapan informasi yang diperluas dan (2) dapat mengadopsi kebijakan-kebijakan akuntansi yang sesuai dengan keperluan perusahaan itu sendiri (Palepu, 1988).

Salah satu cara para manajer emiten untuk memperbaiki kredibilitas pelaporan keuangan perusahaan publik tersebut adalah merumuskan kebijakan-kebijakan dan strategi-strategi pengungkapan informasi oleh perusahaan itu sendiri (*voluntary disclosure*). Standar-standar akuntansi pada umumnya hanya menjelaskan pengungkapan minimum yang diperlukan (*adequacy disclosure*), tetapi pengungkapan ini bersifat tidak membatasi para manajer. Namun, *voluntary disclosure*

ini dimaksudkan untuk dapat menambah atau memperluas pengungkapan apabila memang diperlukan. Pengungkapan ini termasuk artikulasi strategi perusahaan jangka panjang, khususnya indikator-indikator yang bersifat nonkeuangan yang lebih menonjol dan berguna sebagai pertimbangan untuk efektivitas implementasi dari strategi pengungkapan (*strategy disclosure*). Salah satu kendala perluasan pengungkapan adalah dinamika kompetisi produk-produk pasar modal. Pengungkapan merupakan informasi perseorangan pada strategi-strategi dan harapan-harapan mereka atas konsekuensi ekonomi yang mungkin tidak terlalu memuaskan posisi kompetisi perusahaan tersebut di bursa.

Para manajer dapat melakukan *trade-off* antara menyediakan pelaporan keuangan yang dapat mendongkrak harga saham perusahaannya yang terkoreksi di pasar modal. Di samping itu, informasi *withholding* untuk memaksimalkan keunggulan produk-produk pasar modal perusahaan, seperti saham, obligasi, dan derivatif. Apabila informasi yang dilaporkan mempunyai nilai jual bagi pesaing perusahaan, para manajer mempunyai pilihan antara memaksimalkan harga saham sekarang dan harga saham pada masa datang (Verrecchia, 1990; Newman dan Sansing, 1992). Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis pertama penelitian ini sebagai berikut.

H1: Strategi pengungkapan informasi emiten mempunyai pengaruh pada *return* saham di Bursa Efek Indonesia”

Para manajer juga dapat mengatasi masalah harga saham yang dinilai rendah oleh pasar dengan menggunakan kebijakan-kebijakan akuntansi keuangan perusahaan untuk menekan kembali sinyal-sinyal yang terkandung dalam pelaporan keuangan perusahaan. Kebijakan-kebijakan akuntansi keuangan dalam hal ini sangat berguna termasuk kebijakan *cash payout* untuk pembayaran dividen, pemilihan pembiayaan perusahaan, dan strategi-strategi *hedging*. Adanya suatu bukti bahwa keputusan dan kebijakan *payout* untuk pembayaran dividen dapat memberikan informasi tambahan kepada para investor melalui prospektus perusahaan pada waktu dilakukannya penawaran umum. Para investor akan menginterpretasikan terjadinya peningkatan pembayaran dividen dan saham-saham akan dibeli kembali sebagai suatu sinyal (*signaling*) bahwa para manajer mendapat kepercayaan dalam kualitas laba yang dilaporkannya, baik saat ini maupun pada masa datang (Vermaelen, 1982; Asquith dan Mullins, 1983; Miller dan Rock, 1985; Healy dan Palepu, 1989; Offer dan Siegel, 1987; Hertznel dan Jain, 1992; Dann et al., 1992; dan Bartov, 1992). Alternatif lain adalah melalui *cash payout ratio*. Hal ini dapat meningkatkan pembayaran dividen sehingga diharapkan respons pasar akan melakukan pembelian kembali saham-saham perusahaan tersebut. Ini merupakan salah satu respons pasar yang diharapkan atau tersedia untuk harga-harga saham perusahaan yang dinilai rendah oleh pasar. Semakin cepat informasi terbaru yang masuk ke pasar akan segera tercermin pada perubahan

harga saham, maka semakin efisien pasar modal tersebut. Dalam keadaan demikian akan sangat sulit bagi investor untuk bisa memperoleh keuntungan (*return*). *Rate of return* adalah selisih antara *return* aktual (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) di atas *normal return* (*abnormal return*), seperti yang dikemukakan oleh Brealey dan Myers (1994) sebagai berikut.

“In an efficient market you can trust price. They impound all available information about the value of security. This means that all in an efficient market there is no way for most investor to achieve consistently superior rate of return “.

Berdasarkan uraian tadi, maka dapat dirumuskan hipotesis kedua dan ketiga sebagai berikut.

H2: *Average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* sebelum tanggal pengumumannya.

H3: *Average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* pada saat tanggal pengumumannya.

III. METODE PENELITIAN

Objek penelitian

Pengamatan dilakukan dalam interval waktu pendek, yaitu periode waktu sebelum ($t = -1, -2, -3$ hari) dan sesudah ($t = +1, +2, +3$ hari) di

seputar tanggal pengumuman *disclosure strategy* emiten dalam periode waktu pengamatan tahun 2007. Objek yang diteliti adalah pengaruh strategi pengungkapan informasi emiten pada *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan dua variable. (1) Strategi pengungkapan informasi adalah pengungkapan oleh emiten atas informasi strategis dan material perusahaan kepada publik yang dilakukan di bursa melalui Bapepam. (2) *Cummulative Abnormal Returns* (CAR) adalah kumulatif *return* di atas normal selama periode pengamatan \pm tiga hari, yaitu selisih antara *return* saham yang sesungguhnya (*actual return*) dan *return* yang diharapkan (*expected return*). CAR digunakan untuk mengukur *return* saham.

Sampel

Penelitian ini menggunakan metode survei eksplanatori dan penarikan sampelnya dengan metode *purposive random sampling*. Artinya, penelitian ini menggunakan emiten yang terpilih secara random sebagai sampel dengan kategori yang telah menyampaikan *disclosure* yang bersifat strategis perusahaan kepada Bapepam dari berbagai sektor industri yang tercatat sahamnya di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007. Dengan populasi (N) sebanyak 345 perusahaan publik dan emiten,

maka untuk menghitung ukuran sampel (n) minimal digunakan rumus *Taro Yamane* (1973) sebagai berikut.

$$n = \frac{N}{Nd^2 + 1}$$

Keterangan

n = ukuran sampel
N = populasi
d = presisi yang ditentukan
1 = angka sebagai konstanta

Apabila ditentukan nilai presisi (d) sebesar 10% dengan tingkat kepercayaan sebesar 90%, maka ukuran sampel dengan rumus tadi dapat dihitung (n) sebesar 154 perusahaan emiten.

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan model pasar (*market model*) dengan rumus sebagai berikut.

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

Keterangan

R_{it} = *Return* saham ke i pada waktu (t)
 α_i = Intersep saham ke (i)
 β_t = Koefisien *return* pasar pada waktu (t)
 R_{mt} = *Return* Pasar pada waktu (t)
 e_{it} = kesalahan prediksi untuk saham i pada waktu t

(1) *Abnormal Return* (AR) atau kesalahan prediksi diperoleh dengan menghitung selisih antara *return* yang diharapkan (*expected*

return) dan *return* sesungguhnya (*actual return*), dengan rumus sebagai berikut:

$$e_{it} = AR_{it} = R_{it} - \{ \alpha_i + \beta_i R_{mt} \}$$

(2) *Cummulative abnormal return* (CAR), yaitu penjumlahan atau akumulasi *abnormal return* (AR) selama interval waktu \pm tiga hari sebelum dan sesudah pengumuman strategi pengungkapan informasi emiten, yang dapat dihitung dengan rumus berikut.

$$CAR_i = \sum_{i=T_{1i}}^{T_{2i}} AR_{it}$$

Penelitian ini menggunakan interval waktu tiga hari sebelum dan sesudah di seputar tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu diketahui bahwa interval waktu yang pendek dipandang akan lebih menangkap bagian utama dari pengaruh pengungkapan informasi emiten terhadap reaksi pasar atau terjadinya perubahan harga-harga saham tersebut.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Dengan menggunakan data indeks harga saham harian, indeks harga saham gabungan (IHSG) harian, dan pengumuman bursa yang berkaitan dengan keterbukaan informasi (KI) emiten yang berjumlah 154 perusahaan sampai dengan 10 Desember 2007 diperoleh hasil seperti

ditampilkan pada Tabel 1. Tabel tersebut menunjukkan abnormal *return* (AR) yang tertinggi diperoleh satu hari setelah pengumuman strategi pengungkapan informasi, yaitu sebesar 0.6256. Artinya, pasar bereaksi positif hanya dalam satu hari setelah diumumkannya strategi pengungkapan informasi emiten kepada publik untuk *trading* di bursa. Akan tetapi, dua hari setelah pengumuman AR menjadi -0.2972 dan tiga hari setelah pengumuman AR menjadi -0.1697 . Hal ini membuktikan bahwa pasar sangat reaktif terhadap informasi terkini yang masuk ke pasar dan *return* saham juga sangat flutuaktif dalam “*one-day trading*” di bursa, khususnya di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian hipotesis penelitian ini secara statistic diperoleh hasil seperti pada Tabel 2. Uji F atau uji model menunjukkan bahwa satu hari setelah pengumuman strategi pengungkapan informasi mempunyai pengaruh yang signifikan, yaitu pada tingkat signifikan $\alpha = 1\%$, dua hari dan tiga hari tingkat signifikan $\alpha = 10\%$. Hal itu berarti bahwa secara keseluruhan pengaruhnya semakin menurun sejak dilakukan pengumuman dan konsisten dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa strategi pengungkapan informasi mempunyai pengaruh yang signifikan pada *return* saham.

Pada Tabel 3, uji-t atau uji parsial menunjukkan bahwa satu hari setelah pengumuman strategi pengungkapan informasi mempunyai pengaruh yang signifikan, yaitu pada tingkat signifikan $\alpha = 10\%$, dua hari tingkat signifikan $\alpha = 5\%$, dan tiga hari tingkat signifikan $\alpha = 1$. Hal

itu berarti bahwa secara partial pengaruh strategi pengungkapan informasi semakin menguat pada *return* saham sejak dilakukan pengumuman dan konsisten dengan hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* sebelum pengumuman.

Tabel 4 menunjukkan bahwa satu hari sebelum strategi pengungkapan informasi mempunyai pengaruh yang signifikan yaitu pada tingkat signifikan $\alpha = 5\%$, dan satu hari dan dua hari setelah pengumuman pada tingkat signifikan $\alpha = 10\%$. Hal itu berarti bahwa secara parsial pengaruh signifikan sejak dilakukan pengumuman dan konsisten dengan hipotesis ke-3 yang menyatakan bahwa *average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* pada saat tanggal pengumuman.

Implikasi hasil penelitian ini diharapkan dapat dipakai sebagai salah satu indikator alternative, yaitu sebagai sinyal-sinyal bagi para investor untuk melakukan *trading* di bursa. Investor pada umumnya menggunakan informasi terkini yang masuk ke pasar. Informasi terkini yang masuk ke pasar adalah pengumuman strategi pengungkapan informasi emiten diharapkan mempunyai pengaruh pada *return* saham. Strategi dalam konteks penelitian ini adalah cara-cara yang digunakan

oleh manajer-manajer perusahaan emiten untuk mencapai target yang sudah ditetapkan.

V. SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian ini, dapat disimpulkan sebagai berikut. (1) Strategi pengungkapan informasi emiten mempunyai pengaruh yang signifikan pada *return* saham. (2) *Average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* sebelum pengumuman terbukti secara empiris. (3) *Average abnormal return* lebih rendah setelah tanggal pengumuman strategi pengungkapan informasi daripada *average abnormal return* pada saat tanggal pengumuman terbukti secara empiris. Dengan demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil studi penelitian terdahulu. Akan tetapi, dengan menggunakan asumsi pasar yang efisien dalam bentuk semi-kuat (*semi-strong form*) di Bursa Efek Indonesia tidak terbukti secara empiris.

Disarankan agar asumsi yang digunakan dalam penelitian selanjutnya adalah pasar yang efisien dalam bentuk lemah (*weak-form*) khususnya untuk Bursa Efek Indonesia. Hal itu penting karena untuk mendapatkan data yang bersifat privasi dan rahasia emiten sudah pasti sulit didapat, kecuali ada *insider trading*. Penelitian ini menggunakan asumsi bahwa pasar yang efisien dalam bentuk semi-kuat (Bursa Efek Indonesia). Akan tetapi, ternyata hasil penelitian ini secara empiris

membuktikan bahwa Bursa Efek Indonesia adalah pasar yang efisien dalam bentuk lemah.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G. 1970. "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*. August. pp. 488—500.
- Antle, R. 1982. "The Auditor as an Economic Agent". *Journal of Accounting Research*. 20:2. pp. 503—527.
- _____. 1984. "The Auditor Independence". *Journal of Accounting Research*. 22. pp. 1—20.
- Asquith, P., P. Healy, and K. Palepu. 1989. "Earnings and Stock Splits". *The Accounting Review*. 64: 3. pp. 387—403.
- _____ and D. Mullins. 1983. "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth". *Journal of Bussiness* 56. pp. 77—96.
- Baiman, S., J. Evans III, and J. Noel. 1987. "Optimal Contracts with a Utility Maximizing Auditor". *Journal of Accounting Research*. 25:2. pp. 217—244.
- Ball, R. 1988. "The Firm as a Specialist Contracting Intermediary: Application to Accounting and Auditing". *Working Paper*> University of Rochester, Rochester, New York.
- Bartov, E. 1992. "Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes". *Journal of Accounting and Economics* 14. pp. 275—294.
- Beaver, W. 1989. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. 2nd Ed. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.
- Bernard, V., and C. Foster. 1989. "The Role of Debt Covenants in Assessing the Economic Consequences of Limiting Capitalization of Exploration Costs". *The Accounting Review*. LXIV. pp. 788—808.

- Bernstein, L. 1975. "In Defense of Fundamental Investment Analysis". *Financial Analysts Journal*. pp. 57—61.
- Collins, D., and L. DeAngelo. 1990. "Accounting Information and Corporate Governance: Market and Analyst Reactions to Earnings of Firms Engaged in Proxy Contests". *Journal of Accounting and Economics*. 13. pp. 213 – 247.
- Dann, L., R. Masulis, and D. Mayers. 1992. "Repurchase Tender Offers and Earnings Information". *Journal of Accounting and Economics*. 14. pp. 217 – 251.
- Davies, P., and M. Canes. 1978. "Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information". *Journal of Business*. 51:1. pp. 43 – 56.
- DeAngelo, L. 1981. "Auditor Independence." "Low Balling," and Disclosure Regulation". *Journal of Accounting and Economics*. 3:2. pp. 113 – 127.
- _____. 1988. "Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests". *Journal of Accounting and Economics*. 10. pp. 3—36.
- _____. 1990. "Equity Valuation and Corporate Control". *The Accounting Review*. 65:1. pp. 93 – 112.
- _____, H. DeAngelo and D. Skinner. 1992. "Accounting Choice in Troubled Companies". *Working Paper*. University of Southern California, Los Angeles, California.
- Demski, J., J. Patell, and M. Wolfson. 1984. "Decentralized Choice of Monitoring System". *The Accounting Review*, 59. pp. 16 – 34.
- Dye, R. 1988. "Earnings Management in an Overlapping Generations Model". *Journal of Accounting Research*. 26. pp. 195—235.
- Foster, G. 1979. "Briloff and The Capital Market". *Journal of Accounting Research*. Spring. pp. 262 – 274.
- _____. 1985. "Briloff and The Capital Market: Further Evidence". *Working Paper*. Stanford University, Stanford, California.

- Froot, K., D. Scharfstein, and J. Stein. 1991. "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies". *Working Paper*. MIT, Cambridge, Massachusetts.
- Healy, P. 1985. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions". *Journal of Accounting and Economics*. April. pp. 85 – 107.
- _____, and K. Palepu. 1988. "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions". *Journal of Financial Economics*. 21:2. pp. 149 – 176.
- _____, and _____. 1989. "How Investors Interpret Changes in Corporate Financial Policy". *Journal of Applied Corporate Finance*. 2:3. pp. 59 – 64.
- _____, and _____, 1990. "Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers". *Journal of Accounting Research*. 28:1. pp. 25 – 48.
- _____, and _____, 1992. "Financial Reporting, Corporate Finance Policies and Shareholder Communication: The Case of CUC International, Inc". *Working Paper*. Harvard Business School, Boston, Massachusetts.
- _____, and _____, 1993. "The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices". *Accounting Horizons*. Vol. 7. No.1. March. pp. 1–11.
- Hertzel, M, and P.Jain. 1992. "Earnings and Risk Changes Around Stock Repurchase Tender Offers". *Journal of Accounting and Economics*. 14. pp. 253 – 274.
- Holthausen, R. 1983. "Evidence on the Effect of Bond Covenants and Management Compensations Contracts on the Choice of Accounting Techniques: The Case of the Depreciation Switch Back". *Journal of Accounting and Economics*. 3. pp. 73 – 109.
- _____, and R. Leftwich. 1983. *The Economic Consequences of Accounting Choices: Implications of Costly Contracting and Monitoring*. *Journal of Accounting and Economics*, 5:2, 77 – 117.
- Lambert, R, and D. Larcker. 1987. An Analysis of the Use of Accounting and Market Measurement of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research*, 25: Supplement, 85 – 125.

- Lys, T, and K. Sivaramakrishnan. 1988. Earnings Expectations and Capital Restructuring: The Case of Equity for Debt Swaps, *Journal of Accounting Research*, 26:2, 273 – 299.
- _____, and S. Shon. 1991. The Association Between Revisions in Analysts Forecasts and Security Price Changes, *Journal of Accounting and Economics*, 13:4.
- Jensen, M., K. Murphy. 1990. CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, It's How. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3:3, 36 – 49.
- McNichols, M., and P. Wilson. 1988. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts, *Journal of Accounting Research*, 26: September, 1-31.
- Miller; M, and K. Rock. 1985. Dividend policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, 1031 – 1051.
- Morck, R. A, Schleifer, and R, Vishny. 1988. Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ed. A. Auerbach. Chicago, Illinois: University of Chicago Press.
- Myers, S. 1991. Signaling and Accounting Information. Working Paper, MIT, Cambridge, Massachusetts.
- _____, and N. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13:2, 187 – 221.
- Newman, P, and R. Sansing. 1992. Disclosure Policies with Multiple Users. Working Paper, University of Texas, Austin, Texas.
- Offer, A, and D. Siegel. 1987. Test of Rational Signaling Models Using Expectations Data: An Application to Dividend Signaling. *Journal of Finance*, 42, 889 – 911.
- Palepu, K. 1986. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 8, 3-35.
- _____, 1987. The Anatomy of an Accounting Change, in *Accounting and Management: Field Study Perspectives*, ed. W. J. Bruns, Jr. and R. S. Kaplan, Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

- _____, 1988. Patten Corporation. Case 9-188-027. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press
- Patell, J. 1976. Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests. *Journal of Accounting Research*, Autumn, 246-76.
- Ronen, J. 1979. *The Dual Role of Accounting: A Financial Economic Perspective*. New York, New York: North Holland
- Ross, S. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- _____, 1979. Disclosure Regulations in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory. *Key Issues in Financial Regulation*, 1977-201.
- Schipper, K. 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3:4, 91-102.
- Skinner, D. 1992. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, Michigan.
- Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-374.
- Stein, J. 1989. Efficient Capital Market, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, CIV:4, 655-699.
- Titman, S, and B. Trueman, 1988. An Explanation of Accounting Income Smoothing. *Journal Accounting Research*, 26: Supplement, 127-139.
- Vermaelen, T. 1981. Common Stock Repurchases and Market Signaling. *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183.
- Verrecchia, R. 1983. Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- _____. 1986. Managerial Discretion: The Choice Among Financial Reporting Alternatives. *Journal of Accounting and Economics*, 8, 175-195.
- _____ 1990 Information Quality and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 365-380.

Warner, J., R. Watts, and K. Wruck. 1988. Stock Prices and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492.

Weisbach, M. 1988. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Watts, R. 1977. Corporate Financial Statements: A Products of the Market and Political Process. *Australian Journal of Management*, April, 53-75.

_____, and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.

_____, and _____. 1990. Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, AAA, 64:1, 131-156.

Bursa Efek Indonesia, www.bei.co.id, Jakarta (2007)

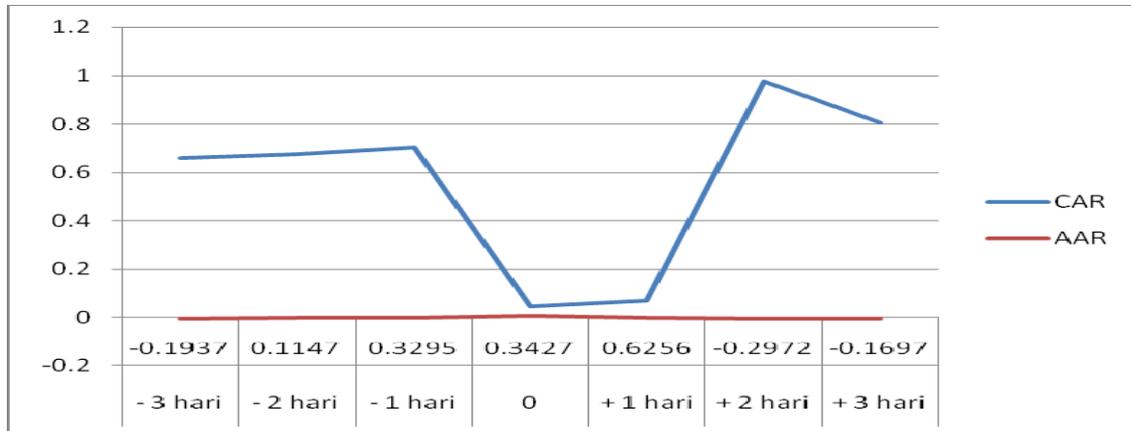
Tabel 1

Abnormal Return (AR), Cummulative Abnormal Return (CAR), dan Average abnormal Return (AAR) untuk pengamatan (3) hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman.

Periode	AR	CAR	AAR
- 3 hari	-0.1937	0.6603	-0.0025
- 2 hari	0.1147	0.6750	0.0004
- 1 hari	0.3295	0.7044	0.0008
0	0.3427	0.0471	0.0090
+ 1 hari	0.6256	0.0727	0.0007
+ 2 hari	-0.2972	0.9755	-0.0026
+ 3 hari	-0.1697	0.8059	-0.0045

Sumber: data diolah (2007)

Gambar-1
Grafik



Sumber: diolah dari tabel-1.

Tabel -2: Average abnormal Return (AAR) dan Uji F untuk hipotesis 1

Periode	Sesudah	Sebelum	Uji F	Signifikansi
- 3 hari	-1.7654	0.6603	-1.1025	-1.0003
- 2 hari	2.9087	0.6750	2.0504	0.1287
- 1 hari	1.5643	0.7044	1.0008	1.2902
0	0.9876	0.0471	2.0090	0.0471*
+ 1 hari	1.0256	0.0727	2.3347	0.0007***
+ 2 hari	-1.3324	0.9755	-2.6626	-0.0250*
+ 3 hari	1.1112	0.8059	-2.0045	0.0349*

Sumber: data diolah

*) signifikansi pada level α 10%

***) signifikansi pada level α 1%

Tabel -3: Average abnormal Return (AAR) dan Uji t untuk hipotesis 2

Periode	Sesudah	Sebelum	Uji t	Signifikansi
- 3 hari	-0.1980	0.0089	-1.1025	-0.8873
- 2 hari	0.7765	0.1002	2.0504	0.1050
- 1 hari	0.3425	0.7000	1.0008	0.2904
0	0.1127	0.5543	2.0090	0.0471*)
+ 1 hari	0.1194	0.4421	2.3347	-0.0722*)
+ 2 hari	0.1546	0.5546	-2.6626	-0.0060**)
+ 3 hari	0.1643	0.8044	-2.0045	-0.0002***)

Sumber: data diolah

*) signifikansi pada level α 10%

***) signifikansi pada level α 5%

***) signifikansi pada level α 1%

Tabel - 4: Average abnormal Return (AAR) dan Uji t untuk hipotesis 3

Periode	Sesudah	Sebelum	Uji t	Signifikansi
---------	---------	---------	-------	--------------

- 3 hari	-0.0930	0.3421	-0.6545	-0.6603
- 2 hari	0.0149	0.7654	0.7654	0.6750
- 1 hari	0.0244	0.9876	0.9878	0.0044**)
0	0.1231	0.5463	1.0090	0.4457
+ 1 hari	0.0876	0.0879	2.4476	0.0727*)
+ 2 hari	-0.0543	0.0796	-2.9876	-0.0515*)
+ 3 hari	-0.0129	0.0959	-2.6545	-0.1009

Sumber: data diolah

*) signifikansi pada level α 10%

***) signifikansi pada level α 5%