

**PENGUJIAN EMPIRIS INDIKASI FREE-RIDING
DAIAM REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN
LAPORAN KEUANGAN**

Dr.Munawaroh, M.Kes

Dosen STKIP PGRI Jombang

ABSTRACT

Theoretically, financial information released by a firm will convey information about other firms. Also, if one firm releases proprietary information (e.g. good and bad news earnings), it will influence the market's expectation of future earnings of the competitor firms. These interactive effects are known as externality and free-riding (Scott 2003). However the empirical investigation with respect to the issue is limited. This study investigates the phenomenon of free-riding in the market reaction to financial statements announcements using quasi-experimental research design and market model.

The empirical results support the hypothesis that there is an indication of free-riding in the market reaction to financial statements announcements during periods of 2004-2006. The indication of free-riding occurred at day $t-1$, $t-0$ and $t+1$ around event periods of financial statements announcement from treatment samples. The evidence implies there is a failure of market mechanism to restrain externality and free-riding behavior of the market actors.

Keywords: Free-riding, information asymmetry quasi-experimental, information consent. treatment and control sample.

PENDAHULUAN

Externality dan free – riding merupakan salah satu sumber kegagalan pasar yang menyebabkan information asymmetry dalam pasar informasi akuntansi (Scott 2003) dalam praktek suatu informasi akuntansi yang diumumkan oleh suatu perusahaan akan membawa implikasi atau ekspektasi pasar untuk perusahaan – perusahaan lain dalam industry sejenis yang tidak mengumumkan informasi tersebut. Fenomena ini disebut Intra – industry information transfers dan Stoughton (1990). Darrough (1993) dan Newman Feltham (1993) menyatakan bahwa pengungkapan informasi keuangan dari suatu perusahaan dapat berpengaruh secara negative

terhadap harga saham perusahaan tersebut jika partisipan pasar atau pesaing membuat strategi penggunaan informasi tersebut untuk mereka sendiri.

Meskipun masalah externality dan free – riding sangat krusial karena dapat mempengaruhi secara signifikan cost dan benefit produksi informasi akuntansi perusahaan dan juga persepsi pasar informasi (Scott 2003), namun riset-riset empiris yang menguji isu tersebut masih sangat terbatas. Darrough dan Stoughton (1990), darrough (1993) , dan newman dan sansing (1993) hanya menganalisis suatu game antar perusahaan monopolistic (the incumbent) dan potensial entrant untuk industry (the entrant) : serta mengajukan sejumlah model dan proposasi berkenaan dengan dua masalah tersebut. Sejauh yang penulis telusuri riset empiris yang secara khusus menguji indikasi praktik free-riding dalam pengungkapan informasi laporan keuangan juga masih sangat terbatas. Bahkan mungkin belum ada. Sejumlah riset empiris yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laba (Ball dan brown 1968 , Beaver 1989 , Beaver et al. 1979 , morse 1981 , Kross dan schreeder 1984 , defeo 1986 , foster 1977 , Bamber 1986 dan 1994, Ball dan Kothari 1991 potter 1992 dan lako 2002a,b 2003a) atau pengumuman laporan keuangan (Bza 1997 , hanafi 1997, purba 1997 dan lako 2002 c, 2003 b) lebih memfokuskan pengujian pada kandungan informasi (informasi content) dan kekuatan penjelas (explanatory power) dari informasi laba /laporan keuangan terhadap return saham.

Karena belum ada bukti empiris yang menunjukkan ada /tidak ada indikasi praktik free – riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan antara perusahaan yang mengumumkan dan perusahaan yang tidak mengumumkan , maka riset ini adalah riset pertama yang menguji secara empiris fenomena free – riding dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan. Penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan – perusahaan indeks LQ45 di bursa efek Indonesia (BEI) yang mengumumkan laporan keuangan tahunan 2004,2005 dan 2006 selama periode Februari – Juli 2005 , 2006 dan 2007 . metodologi yang digunakan adalah desain quasi – experimental.

Hasil penelitian mengindikasikan ada fenomena free-riding dalam reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan, indikasi Free-riding tersebut terjadi selama t,t.o dan t,l sehingga hasil riset ini konsisten dengan hipotesis yang menyatakan

bahwa terdapat praktik free-riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan perusahaan.

Telaah Literature dan Perumusan Hipotesis.

Arti penting informasi laporan keuangan

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

PSAK (No. 1 (2002) menyatakan bahwa laporan keuangan menunjukkan apa yang telah dilakukan manajemen (stewardship) ,atau pertanggungjawaban manajemen atas pengelolaan sumberdaya yang dipercayakan kepadanya.pemakai laporan keuangan terdiri dari investor sekarang dan potensial , karyawan kreditor , pemasok , pelanggan , pemerintah, dan masyarakat yang menggunakannya untuk memenuhi kepentingan yang berbeda. Investor membutuhkan informasi membutuhkan informasi untuk membantu menentukan apakah harus membeli , menahan atau menentukan menjual sahamnya. Pemegang saham membutuhkan informasi akuntansi untuk menuai kemampuan perusahaan dalam membayar deviden. Karena investor merupakan penanam modal yang menanggung risiko perusahaan, maka ketentuan laporan keuangan yang memenuhi kebutuhannya akan memenuhi pula sebagian kebutuhan pemakai lain.

Menurut Foster (1986), informasi laporan keuangan memiliki keunggulan kooperatif dibandingkan sumber-sumber informasi bersaing lainnya karena (1) secara langsung dapat lebih dikaitkan pada variable of interest; (2) merupakan sumber informasi yang lebih handal atau reliabel karena telah diaudit oleh auditor independen; (3) merupakan sumber informasi yang Lebih rendah kosnya (lower cost) dibandingkan sumber informasi lainnya. dan (4) merupakan sumber informasi yang lebih tepat waktu (more timely). Foster menjejaskan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi

permintaan terhadap informasi laporan keuangan adalah (1) kemampuan informasi tersebut untuk mengurangi ketidakpastian, misalnya ketidakpastian tentang profitabilitas dan suatu perusahaan, kualitas manajemennya, atau kemampuan suatu penyelia memenuhi kewajibannya sesuai perjanjian; dan (2) ketersediaan sumber-sumber informasi yang bersaing, yaitu a) sejumlah pengumuman yang terkait dengan perusahaan (company-related releases), misalnya pengumuman dividend dan laporan produksi; b) sejumlah pengumuman terkait dengan industri, seperti pengumuman kontrak gaji dengan serikat pekerja dan c) pengumuman yang terkait dengan ekonomi.

Menurut Jones (2000) dan Schroeder dan Clark(1995), pengumuman pengumuman informasi laporan keuangan, khususnya neraca dan laba rugi, merupakan saat saat yang dinantikan pelaku pasar karena dengan informasi laporan keuangan itulah mereka dapat mengetahui perkembangan kinerja keuangan emiten.. Schroeder dan Clark (1995) menyatakan bahwa konsekuensi pelaporan keuangan bagi investor adalah informasi akuntansi yang tersaji dalam pelaporan keuangan dapat mempengaruhi : 1) distribusi kekayaan antar investor, 2) tingkat risiko yang diterima perusahaan, dan 3) tingkat pembentukan modal dalam perekonomian.

Sejumlah riset empiris yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan yang dipublikasikan emiten BEJ memberikan bukti bahwa pasar merespon terhadap publikasi laporan keuangan (Beza 1997, Purba 1997, Hanafi 1997, Sadikin 2000 dan Lako 2002b, 2002d, 2003b, 2004a). Bukti-bukti empiris tersebut di atas menunjukkan bahwa publikasi laporan keuangan, selain memiliki kandungan informasi (information content) dan dinantikan pelaku pasar, juga memiliki explanatory power untuk menjelaskan perilaku keputusan investor untuk membeli (buy), menahan (hold), atau menjual (sell) sekuritas suatu emiten (Lako 2004b, 2004c).

Selain itu, publikasi laporan keuangan juga dapat dijadikan sebagai alat prediksi untuk meramalkan apakah nilai pasar perusahaan belum meningkat pada saat dan setelah tanggal pengumuman laporan keuangan, atau justru sebaliknya. Secara konseptual, pasar akan merespon positif terhadap publikasi laporan keuangan emiten jika laporan keuangan tersebut berisi sejumlah informasi good news, khususnya bila terjadi unexpected learnings. Sebaliknya, pasar akan merespon

secara negatif bila laporan keuangan yang diumumkan berisi sejumlah informasi bad news (Scott 2003; Christensen dan Demski 2003).

Free – riding terhadap Informasi Laporan Keuangan

Scott (2003) mengidentifikasikan free-riding sebagai berikut : The receipt by a firm or individual of a benefit from an externally. Sementara externalyty diidentifikasi sebagai berikut : An action taken by a Firm or individual that imposes costs or benefit on other firms or individuals for which the entity creating the externally is not charged or does not receive revenue.

Dan pengertian di atas, tampak bahwa free-riding merupakan keuntungan (benefits) atau kerugian (benefit) yang diterima atau ikut dinikmati oleh suatu perusahaan karena perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama mengumumkan suatu informasi keuangan!akuntansi ke pasar. Manfaat atau kerugian tersebut diperoleh karena pelaku pasar- saham (para investor) yang saling bersaing memanfaatkan dan mengatasnamakan informasi yang diumumkan oleh suatu perusahaan sesuai dengan kepentingan yang berbeda-beda. Selanjutnya, informasi tersebut digunakan untuk memprediksi atau menduga arah informasi yang sama dan perusahaan perusahaan pesaing dalam industry yang sama yang belum mengumumkannya.

Aspek krusial dan masalah eksternalitas dan free-riding tersebut adalah bahwa cost dan benefits dari produksi informasi keuangan seperti dipersepsikan perusahaan berbeda dengan costs dan benefits untuk masyarakat atau pasar (Scott 2003; dan Wolk et al. 2001). Misalnya. Intonasi keuangan yang diumumkan suatu perusahaan akan menginformasikan suatu signalling tertentu kepada para investor tentang kinerja perusahaan perusahaan lain dalam industri yang sama. Jika suatu perusahaan (Incumbert) mengumumkan kinerja laba positif dan meningkat di tahun sebelumnya (unexpected earnings). maka investor akan menggunakan informasi tersebut untuk menduga bahwa kinerja laba dan perusahaan-perusahaan pesaing (entrant) juga akan positif dan meningkat Persepsi ini mendorong mereka tidak hanya membeli saham dari perusahaan yang mengumumkan laba positif tersebut, tapi juga membeli/ menjual saham-saham dan perusahaan perusahaan pesaing yang tidak mengumumkan informasi keuangan tersebut.

Fenomena di atas menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan pesaing merupakan free - riders karena mereka ikut menikmati abnormal respon positif dari perusahaan yang mengumumkan laporan keuangan keuangan good news tanpa harus membiarkan cost biaya produksi untuk memproses dan menghasilkan informasi laporan keuangan. Meskipun secara Normatif fenomena tersebut diindikasikan terjadi dalam dunia praktik, namun pengujian secara empiris terhadap fenomena tersebut belum banyak dilakukan.

Pengembangan dan perumusan Hipotesis

Sejumlah hasil riset empiris telah membukukan bahwa pasar saham merespon secara positif (negatif) terhadap publikasi laporan laba atau laporan keuangan perusahaan selama periode peristiwa pengumuman (Ball dan Brown 1968, Beaver et al 1979, Morse 1981, Kross dan Schroeder 1984, Defeo 1986, Bamber 1986 dan 1994, Ball dan Kotbari 1991, Potter 1992, Patell dan Wolfson 1981, Daley et al 1995, Beza 1997, Hanafi 1997, Purba 1997. Sadikin 2000, Lako 2002a, 2002b, 2002c, 2003a, 2003 1x 2004a. 2004b, 2004c) Karena itu, dapat disimpulkan bahwa ada bukti empiris yang kuat (holds) bahwa pengumuman laba/laporan keuangan memiliki information content bagi investor untuk mengestimasi expected values dan risiko return sekuritas di masa depan. Selain itu, informasi laba/laporan keuangan memiliki explanatory power terhadap perilaku harga saham selama periode peristiwa pengumuman.

Namun, riset-riset empiris yang menguji apakah pengumuman laba! laporan keuangan dan suatu perusahaan, selain membawa implikasi positif/negatif bagi harga saham perusahaan tersebut. juga berimplikasi bagi harga saham perusahaan-perusahaan lain dalam industri sejenis yang belum mengumumkan laba/ laporan keuangan belum banyak dilakukan. Karena itu, belum ada bukti bukti empiris yang memvalidasi reliabilitas dan kevalidan hipotesis free-riding. Karena belum ada pengujian empiris yang menguji validitas dari hipotesis free-riding (free-riding hypothesis), maka pengujian empiris untuk memvalidasi terhadap teori atau hipotesis tersebut menjadi sangat penting.

Merujuk pada kerangka teoritis dan free-riding, hipotesis (dinyatakan dalam hipotesis alternatif) yang diajukan dalam penelitian ini adalah. 1-c: Terdapat indikasi praktik

free-riding dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan dan perusahaan-perusahaan public di BEJ.

Metode Penelitian

Metode Quasi-Experimental

Untuk menguji apakah terdapat indikasi praktik free-riding dalam real; pasar terhadap pengumuman laporan keuangan dan perusahaan-perusahaan go public, penelitian ini menggunakan metode desain quasi experiment Christensen (1988) menyatakan bahwa desain quasi-experimental merupakan suatu desain eksperimental yang tidak memenuhi semua persyaratan penting untuk mengontrol pengaruh dari perusahaan – perusahaan go public. Dalam banyak kasus, persyaratan yang tidak perlu terpenuhi tersebut adalah rando assignment dan subyek-subyek untuk grup-grup yang ada. Menurut Abde khalik dan Ajinkya (1979), seorang periset menggunakan desain riset quas experimental jika data yang digunakan dalam risetnya berasal dan observasi observasi dunianya atau dari peristiwa-peristiwa yang terjadi tanpa intervensi langsung periset tersebut.

Dalam desain quasi-experimental ini, dua kelompok sampel yang tidak ekuivalen yaitu kelompok sampel treatment dan kelompok sampel contn diperbandingkan untuk menjelaskan apakah terdapat atau tidak terdapat indikasi praktik free-riding dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan. Kelompok sampel treatment adalah perusahaan-perusahaan (incumbent) yang mengumumkan laporan keuangan tahunan, sementara kelompok sampel control adalah perusahaan-perusahaan (entrant) dalar industri yang sama yang belum meugumunkan laporan keuangan.

Populasi dan sampel

Populasi meliputi seluruh saham biasa yang masuk dalam kelompok Indeks LQ45 BEJ. Menurut Fact Book 2006 (JSX 2006: 51). Indeks LQ45 terdiri atas 45 perusahaan yang dipilih setelah melalui beberapa kriteria pemilihan sehingga terdiri dari saham-saham dengan likuiditas (LiQuid) tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar saharn tersebut Untuk dapat masuk dalam pemlihan, suatu sahara harus memenuhi kriteria tertentu dan melewati seleksi utama sebagai berikut: 1) masuk dalam rangking top 60 dan total transaksi sahara dalam pasar reguter, 2)

perangkingan didasarkait pada kapitalisasi pasar (rataram kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir), 3) sudah terdafiar dalam di BEI minimum 3 bulan terakhir, dan 4) kondisi keuangan penisahaan dan prospek pertumbuhan, frekuensi dan jumlah transaksi pasar reguler dan jumlah ban perdagangaii transaksi pasar reguler Pergantian saham dilakukan setiap enam bulan, yaitu setiap awal Pebruari dan Juli.

Sampel penelitian meliputi seluruh emiten LQ45 yang mengumumkan laporan kenangan auditan 2004,2005 dan 2006 selama Februari-Januari 2005, 2006 dan 2007. Perusahaan-perusahaan yang tidak mengumumkan laporan keuangan selama periode tersebut dikeluarkan dan sampel.

Untuk penentuan sampel akhir, sampel dibagi nienjadi dun kelompok: 1) kelompok sampel treatment yaitu perusahaan-perusahaan yang mengumumkan laporan keuangan lebih awal; dan 2) kelompok sampel control yaitu perusahaan-penisahaan yang belum mengumumkan laporan keuangan ketika kelompok sampel treatment mengumumkan laporan keuangan. Pengurutan sampel treatment dan control didasarkan pada kelompok industri sejenis. Dengan demikian, emiten yang telah mengumumkan laporan keuangan namun tidak memiliki emiten control dikeluarkan dari sampel akhir Selain itu, dua emiten atau lebih dalam kelompok industri sejenis yang mengumumkan laporan keuangan pada tanggal yang sama juga dikeluarkan dari sampel akhir. Emiten kontrol yang mengumurnkan informasi lain, seperti pengumuman dividen dan stock split, pada tanggal emiten treatment mengumumkan laporan keuangan juga dikeluarkan dan sampel akhir.

Dengan demikian, jumiah sampel akhir untuk sampel treatment dan control untuk pengumurnan laporan keuangan 2004. 2005, dan 2006 masing-masing adalah 26, 23, dan 27 sampel seperti tampak pada Tabel I. Perinciannya. terdapat pada Lampiran 1, 2 dan 3

**Tabel 1 Sampel treatment dan sampel control
Pengumuman laporan keuangan 2004, 2005, dan 2006**

Tahun	Sampel Treatment (T)	Sampel Control (C)
2004	26	26
2005	23	23
2006	27	27
Jumlah	76	76

Sumber : Data diolah

Tanggal publikasi laporan keuangan diperoleh dan Bro PKP Bapepam. Tanggal publikasi laporan keuangan dan Bapepam diasumsikan sebagai sumber informasi laporan keuangan pertama yang resmi dari diketahui pasar

Berdasarkan ketentuan Bapepam tahun 2004, semua perusahaan go public wajib menyerahkan laporan keuangan kepada Bapepam sebelum diumumkan kepada publik. Data emiten LQ45 dan return saham harian, serta return pasar (Indeks LQ45) diperoleh dan Pusat Database Pasar Modal PPA UGM.

Metode data analisis

untuk menguji apakah terjadi free – riding dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan, langkah – langkah yang dilakukan adalah :

1. Mengelompokkan emiten menjadi dua yaitu emiten treatment dan emiten control seperti telah diuraikan di atas.
2. Menentukan horison waktu periode peristiwa (event period) dan periode estimasi (estimation period) pengumuman laporan keuangan periode peristiwa adalah 5 hari ($t - 2, t, t+2$) Penentuan periode peristiwa 5 hari didasarkan pada asumsi bahwa informasi yang diserap investor bervariasi dan peralihan ke informasi lain begitu cepat sehingga periode peristiwa 5 hari ini diasumsikan investor masih mempertimbangkan informasi laporan keuangan dalam keputusan investasi mereka. Selain itu juga dimaksud untuk mereduksi extraneous variables. Periode estimasi adalah 100 hari ($t-100, t$)
3. Menghitung koefisien α_i ; (resiko pasar) dan β_i ; (resiko perusahaan) dengan menggunakan model ordinary least square. Data yang digunakan adalah return saham harian dan tingkat return pasar harian (indeks L Q45)
4. Menghitung return actual pasar di sekitar periode peristiwa pengumuman laporan keuangan dengan menggunakan indeks LQ45
5. Mengestimasi expected return dengan menggunakan koefisien α_i dan β_i yang dihitung dengan rumus (Jogyanto 2003, Jones 2000)

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_m) \quad (1)$$

Notasi

$E(R_i)$: Return ekspektasi dari saham ke – i pada periode ke i

α_i : Intercept untuk saham ke-i

- β_i : Kefisien sloope yang merupakan Beta dari saham ke – i
 $E(R_m)$: Tingkat return ekspektas indeks pasar pada periode estimasi ke-i

1. Membandingkan expected return s dengan actual return memperoleh abnormal return dengan rumus berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_i) \quad (2)$$

AR_{it} : abnormal return saham ke – I untuk periode t

$E(R_i)$: return ekspektas dari sahan ke – I pada periode estmasi ke – j

R_{it} : return saham ke – I selama periode t, untuk $t = (-2, 0, +2)$

2. Menghitung kummulatif abnormal return (CAR) dan average abnormal return (ARR) . CAR dhitung dengan menjumlahkan AR dari seluruh sekuritas pada hari ke – t sedangkan ARR dhitung dengan membagi CAR seluruh seuritas pada hari ke – t dengan jumlah sekuritas.

3. Menghitung kesalahan standart estimasi (KSE) dan AR standarisasi serta sgnifikansi ARR. Untuk mengukur sgnifikansi ARR selama periode peristiwa , digunakan pengujian t-test, jogiyanto (2003) menyatakan bahwa pengujian t-test bertujuan untuk melihat signi-fikansi AR di periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa AR secara statistic sgnfikansi tidak sama dengan nol (positif untuk “ good news dan negative untuk “:Bad news “)

Rumus t-test terhadap AR Adalah :

$$T = \frac{\beta}{KSE} \quad (3)$$

Notasi :

t : t-test

α : parameter yang diuji significansinya

KSE : kesalahan standart estimasi

Pengujian t-test dilakukan dengan menstandarisasi nilai AR. Perhitungan AR standarisasi dlakukan dengan membag AR dengan KSE. KSE merupakan kesalahan stadart pada saat mengestmasi nilai AR dan dilakukan untuk setiap AR dan dilakukan untuk setiap sekuritas. Karena itu , AR standarisasi sekuritas ke-I dapat dihitung dengan rumus berikut :

$$ARS_{it} = \frac{AR_{it}}{KSE_i} \quad (4)$$

Notasi :

- ARS_{it} : Abnormal return standarisasi saham ke-I pada hari ke-t di periode peristiwa
 AR_{it} : Abnormal return untuk saham ke-I pada period eke-t
 KSE_i : kesalahan standart estimasi untuk sekuritas ke-i

Untuk menghitung KSE berdasarkan rata-rata return periode estimasi, digunakan rumus berikuut (Cooper dan emory 1995)

$$KSE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{T_{1,2}} (R_{i,j} - \bar{R}_i)^2}{T_{1,2}}} \quad (5)$$

Notasi :

- KSE : Kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i
 $R_{i,j}$: return sekuritas ke-i untuk hari ke-j selama periode estimasi
 \bar{R}_i : rata-rata sekuritas ke-i selama periode estimasi
 $T_{1,2}$: jumlah hari di periode estimasi, yaitu dari hari ke-t1 sampai hari ke-t2

9. langkah terakhir adalah membandingkan nilai $ARS_{j,t}$ dengan AAR pada hari ke - t untuk melihat level significant reaks pasar.

Hasil riset

Untuk menguji pertanyaan hipotesis, table 2 menyajikan hasil perhitungan ARR dan CAAR pengumuman laporan keuangan 2004 , 2005 dan 2006 dari emiten kelompok treatment (T) dan kelompok control (C) selam perode peristiwa pengumuman

Dari table 2 , terlihat bahwa nilai ARR untuk sampel threatment dan sampel control slama periode peritiwa pengumuman laporan keuangan (LK) 2004,2005 dan 2006 adalah positif (negative) dan lebih besar (kecil) dari nol.

**Tabel 2 AAR Laporan Keuangan 2004, 2005, dan 2006
untuk Sampel Treatment dan Control**

Periode Peristiwa	AAR LK 2004		AAR LK 2005		AAR LK 2006		POOLED (LK 2004- 2006)	
	Treat ment	Control	Treat ment	Control	Treat ment	Control	Treat ment	Control
-2	0.0167	0.0189	-0.0275	0.0351***	0.0041	-0.0087	-0.0022	0.0151
-1	-0.0076	0.0320*	0.0089**	0.0076	0.0196**	0.0132	0.0070*	0.0176*
0	0.0351***	0.0266*	-0.0016	-0.0140	0.0116**	-	0.0151**	0.0024
1	0.0237***	0.0296	0.0023	0.0463***	-0.0030	-0.0085	0.0077**	0.0225**
2	0.0265***	0.0181	-0.0053	-0.0046***	0.0013**	-0.0053	0.0075	0.0027**
CAAR	0,0944**	0,1252***	-0,0232	0,0704***	0,0336*	-0,0148	0,0350**	0,0603**

Notasi :

AAR : average abnormal returns

CAAR : cummulative average abnormal returns

LK : Laporan keuangan

* : Signifikan pada level 10 % ($t > 1,289$ untuk two tailed test)

** : Signifikan pada level 5 % ($t > 1,645$ untuk two tailed test)

*** : Signifikan pada level 1 % ($t > 2,326$ untuk two tailed test)

Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif (negapengumuman laporan keuangan 2004, 2005, dan 2006 yang diumumkan emiten kelompok sampel treatment selama periode peristiwa pengumuman. Pasar tampak merespon secara positif dan signifikan terhadap publikasi laporan keuangan 2004 dan 2006 dan emiten kelompok treatment pada periode peristiwa (t.O) pada level signifikansi 1 persen dan 5 persen. Secara keseluruhan (LK 2004-2006 pooled), pasar merespon secara positif dan signifikan pada level 5 persen terhadap pengumuman laporan keuangan 2004-2006 pada tanggal pengumuman;

Hasil pada Tabel 2 di atas juga mengindikasikan bahwa selama periode peristiwa pengumuman laporan keuangan emiten kelompok treatment, pasar juga memberikan respon secara positif (negatif) terhadap harga-harga saham dan kelompok emiten kontrol yang tidak mengumumkan laporan keuangan. Respon positif dan signifikan pada tanggal pengumuman terjadi pada pengumuman laporan keuangan 2004; sementara respon secara negatif dan signifikan terjadi pada pengumuman laporan keuangan 2006, Bukti empiris ini mengindikasikan ada free-riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2004-2006, dimana emiten-emiten dan kelompok sampel kontrol yang belum mengumumkan laporan keuangan ikut menikmati AR positif atau menderita AR negative karena

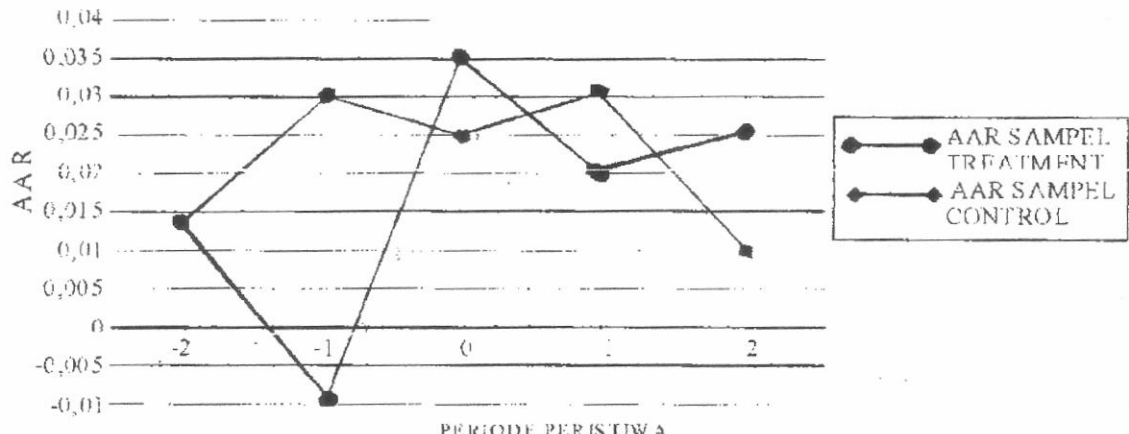
pengumuman laporan keuangan kelompok sampel treatment, Dan sisi CAAR, tampak CAAR kelompok sampel control lebih tinggi dan CAAR kelompok sampel treatment. Hal ini mengindikasikan ada free-riding dalam respon pasar saham terhadap publikasi laporan keuangan. Indikasi terjadinya praktik free-riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan secara jelas dapat terlihat dan Gambar 1, 2, 3 dan 4 berikut. Gambar 1 memperlihatkan bahwa pasar telah merespon secara positif publikasi laporan keuangan emiten kelompok treatment pada $t-1$ dan pada t_0 para investor justru memberikan apresiasi atau ekspektasi yang positif dan significant terhadap saham – saham dari perusahaan perusahaan pesaing dalam industry sejenis yang belum mengumumkan laporan keuangan. Hal ini mengindikasikan ada praktik Free – riding dalam merespon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2004.

Gambar 2 memperlihatkan bahwa pasar telah mengantisipasi dan merespon secara positif terhadap pengumuman laporan keuangan kelompok sampel treatment pada $t-1$ investor justru memberikan apresiasi yang positif terhadap saham-saham dari emiten-emiten pesaing yang tidak mengumumkan laporan keuangan. Hal ini juga respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2005

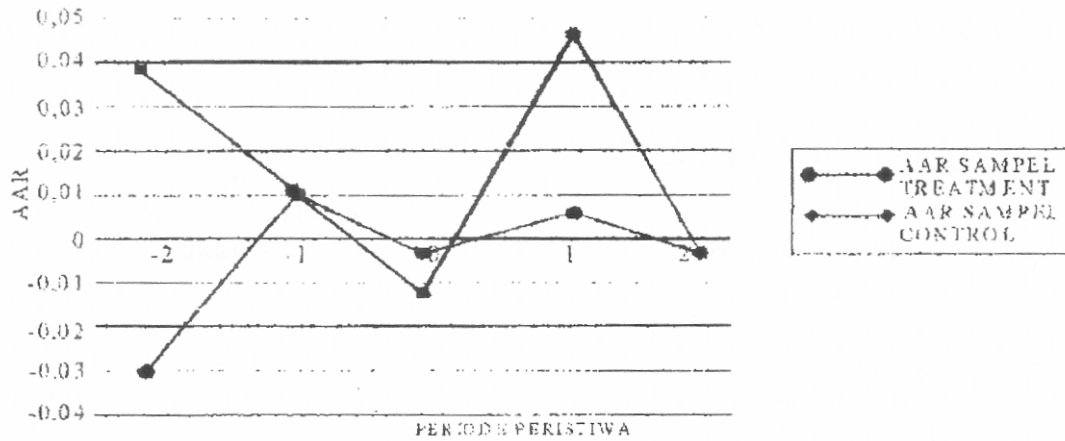
Sama seperti pada gambar 1 dan 2 , gambar 3 memperlihatkan bahwa pasar juga telah mengantisipasi dan pengumuman laporan keuangan emiten kelompok treatment pada $t-1$ dan merespon negative pada tanggal pengumuman ($t-0$). Namun berbeda dengan pola apresiasi investor pada gambar 1 dan 2 gambar 3 memperlihatkan bahwa pola apresiasi investor terhadap saham emiten pesaing yang tidak mengumumkan laporan keuangan cenderung sama arahnya selama periode peristiwa publikasi laporan keuangan. Hal ini juga mengindikasikan ada free-riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2006.

Secara keseluruhan , gambar 1 (ARR laporan keuangan pooled) , memperlihatkan bahwa para investor telah mengantisipasi dan merespon secara positif dan signifikan pada $t-1$ dan $t-0$ terhadap publikasi laporan keuangan kelompok sampel treatment. Pada t_1 dan $t-0$ terhadap publikasi laporan keuangan kelompok sampel treatment. Pada $t-1$ tampak bahwa reaksi pasar kembali ke posisi ekuilibrium semula. Berbeda dengan arah pergerakan return saham dari emiten sampel treatment, emiten sampel control justru menderita AR negative pada $T.0$. sebaliknya

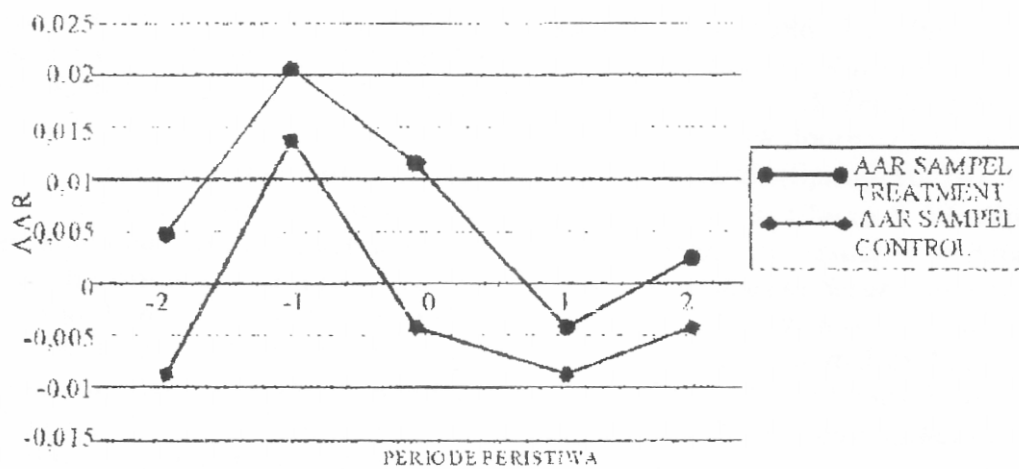
pada t.1 ketiak emiten sampel treathmen menderit penurunan AR, emiten sampel control.



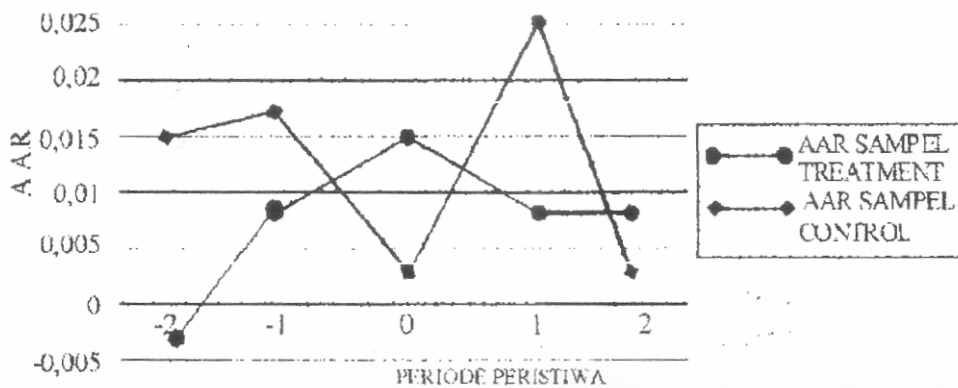
Gambar 1 AAR Laporan Keuangan 2004



Gambar 1 AAR Laporan Keuangan 2005



Gambar 3 AAR Laporan Keuangan 2006



Gambar 4 AAR Laporan Keuangan 2004 – 2006 (Pooled)

Justru menikmati kenaikan AR secara signifikan

Bukti – bukti empiris tersebut di atas secara kuat mengindikasikan bahwa terdapat free-riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2006. Dengan demikian pernyataan hipotesis bahwa terdapat indikasi praktik free-riding

dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan perusahaan – perusahaan go public didukung secara empiris.

Kesimpulan , keterbatasan dan penelitian selanjutnya.

Tujuan dari riset ini adalah untuk menginvestigasi fenomena free – riding dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan emiten dengan menggunakan desain quasi experimental. Hasil pengujian mengindikasikan bahwa ada praktik free – riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2004 , 2005 dan 2006. Indikasi terjadinya free riding atau intra – industry information transfers tersebut terjadi pada $t_{i,0}$ dan $t_{i,1}$ selama periode peristiwa pengumuman laporan keuangan dari emiten sampel treatment.

Keterbatasan utama dari riset ini adalah : pertama , belum memisahkan emiten kelompok sampel treatment ke dalam kelompok sampel yang mengumumkan laba good news –GN (perubahan penurunan laba dari periode sebelumnya). Hal ini menyebabkan riset ini belum memberikan bukti empiris apakah indikasi free –riding dalam respon positif (negative) pasar terhadap pengumuman laporan keuangan 2004, 2005 , dan 2006 selama periode peristiwa pengumuman disebabkan oleh informasi laba GN atau BN, dan apakah apresiasi positif (negative) pasar terhadap saham – saham dari emiten kelompok sampel control dipicu oleh publikasi informasi laba GN atau BN dari publikasi emiten sampel treatment (catatan : pengujian empiris terhadap dugaan ini sedang dilakukan peneliti)

Kedua studi ini belum mengontrol peristiwa – peristiwa makro (corporate macro event) dari emiten – emiten kelompok sampel control yang terjadi selama periode peristiwa pengumuman laporan keuangan dari emiten-emiten kelompok sampel treatment sehingga validitas dari hasil riset ini mungkin masih lemah. Karena itu penelitian – penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan hal tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdel-khalik, A.R. & B.B. Ajinkya. 1999. *Empirical Research in Accounting: A Methodological Viewpoint*. American Accounting Association.
- Ball, R. & P. Brown. 1998. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. Journal of Accounting Research. Vol. 6. 159-178
- Bamber, L.S. 1986. *The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach*. Journal of Accounting Research. (Spring, Vol.24). 41-56
- Beaver, W.H., R. Clarke & W. Wright. 1999. *The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecasts*. Journal of Accounting Research. (Autumn). 316-340
- Beza, B. 1997. *The Information Content of Annual Earning Announcement: A Trading Volume Approach*. Tesis S2. Pascasarjana Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta
- Christensen, L.B. 1988. *Experimental Methodology*. Fourth Ed. Allyn and Bacon, Inc. Boston.
- Christensen, A.C. & J.S. Demski. 2003. *Accounting Theory: An Information Content Perspective*. McGraw-Hill. New York
- Cooper, D.R. & C.W. Emory. 1995. *Business Research Methods*. 5* Ed. Richard D. Irwin.
- Dalcy, L.A., J.S. Hughes dan J.D. Rayburn. 2005. *The Impact of Earnings Announcements on the Permanent Price Effects of the Block Trades*. Journal of Accounting Research. (Autumn, Vol.32). 317-334.