

Volume : 5, No.1  
FEBRUARI 2007

ISSN : 1693-4288A

# AKADEMIKA

JURNAL MANAJEMEN, AKUNTANSI, DAN BISNIS

*Demetrius Kristiono*

PENGARUH PERSEPSI HARGA DAN  
*MERCHANDISE* TERHADAP KEPUASAN SERTA  
DAMPAKNYA PADA NIAT BELI ULANG  
PELANGGAN GIANT HYPERMARKET DI  
SURABAYA

*Susiani*

ANALISIS VARIABEL MARKETING *MIX*  
TERHADAP KEPUTUSAN MEMBELI RUMAH  
SANGAT SEDERHANA MELALUI KPR - BTN DI  
JEMBER

*FX. Agus Subroto*

ANALISIS PENGARUH PARTISIPASI  
PENGANGGARAN TERHADAP KINERJA  
MANAJERIAL DAN KEPUASAN KERJA

*Tuti Anjarsari*

PENGARUH *EARNING PER SHARE, DEVIDENT  
PAYOUT RATIO, RETURN ON EQUITY,  
FINANCIAL LEVERAGE, DAN SIZE* TERHADAP  
*PRICE EARNING RATIO* PADA PERUSAHAAN  
MAKANAN & MINUMAN DI PASAR MODAL  
INDONESIA

*Sukrispriyanto*

PENGARUH BUDAYA KERJA, KEPEMIMPINAN  
DAN LINGKUNGAN KERJA TERHADAP  
MOTIVASI KERJA PERANGKAT DESA DI  
KECAMATAN PONCOKUSUMO KABUPATEN  
MALANG

*Munawaroh*

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

*Rasyid Latuconsina*

THE PROSPECTIVE OF ECONOMIC GROWTH  
IN INDONESIA 2008



Diterbitkan oleh :  
PUSAT PENERBITAN  
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA  
MALANG

# AKADEMIKA

JURNAL MANAJEMEN, AKUNTANSI, DAN BISNIS  
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI "Indonesia" MALANG

Jurnal AKADEMIKA diterbitkan oleh Pusat Penerbitan STIE "Indonesia" Malang. Jurnal ini merupakan salah satu wadah dalam penyampaian ide, gagasan, dan hasil penelitian yang berfokus pada masalah - masalah Manajemen, Akuntansi, dan Bisnis.

Redaksi AKADEMIKA menerima tulisan berupa hasil penelitian, ide dan gagasan yang terkait

dengan bidang atau fokus kajian jurnal ini, dan Resensi Buku. Redaksi berhak memperbaiki atau mempersingkat tanpa merubah isi. Artikel yang dimuat tidak selalu mencerminkan pandangan redaksi

*Penanggung Jawab*

Ketua STIE *Indonesia* Malang

*Pimpinan Redaksi*

Amirullah, SE., MM.

*Redaksi Ahli*

Prof. Dr. Hj. Setyaningsih, SE.

Prof. Dr. H. Tantawi AS., MS.

Drs. Djasli By, MS.

Drs. Imam Hardjanto, MBA.

Drs. Muchni Marlitan, MM.

*Sekretaris Redaksi*

Drs. Sukrispiyanto, MM.

Drs. Fikri, MM

*Sidang Redaksi*

Dra. Susnaryati, M.Si.

Drs. Syafront, MS.

Saleh Ali, SE., SH., MM.

Drs. Soetjipto, MM.

Sri Kusumaninghadi, SE.

Dra. Sudjilah, SE., ME.

Drs. Moh. Nasikh, MM.

*Bagian Produksi*

Metty Widya

*Distribusi*

Miskam

Alamat Redaksi : Pusat Penerbitan Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi *Indonesia* (STIEI) Malang  
Jl. Megamendung No. 9 Telp : (0341) 568116 Fax : (0341) 563841  
e-mail : stimimg@telkom.net

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

Dr. Munawaroh, M. Kes  
*Dosen STKIP 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 to 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 content, 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 praktik, suatu informasi akuntansi yang diumumkan oleh suatu perusahaan akan membawa implikasi atau ekspektasi pasar untuk perusahaan-perusahaan lain dalam industri sejenis yang tidak mengumumkan informasi tersebut. Fenomena ini disebut intra-industry information trans-fers, Darrough dan Stoughton (1990), Darrough (1993), dan Newman dan Feltham (1993) menyatakan bahwa pengungkapan informasi keuangan dari suatu perusahaan dapat berpengaruh secara negatif

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

Meskipun masalah externality dan free-riding sangat krusial karena dapat mempengaruhi secara signifikan costs dan benefits 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 monopolistik (the incumbent) dan potential entrant untuk industri (the entrant); serta mengajukan sejumlah

model dan proposisi 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 Schroeder 1984, Defeo 1986, Foster 1977, Bamber 1986 dan 1994, Ball dan Kothari 1991, Potter 1992, dan Lako 2002a,b, 2003a) atau pengumuman laporan keuangan (Beza 1997, Hanafi 1997, Purba 1997, dan Lako 2002c, 2003b) lebih memfokuskan pengujian pada kandungan informasi (information 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 Pebruari-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-1, t.0 dan t.1 sehingga hasil riset ini konsisten dengan hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat praktik free-riding dalam respon pasar terhadap pengumuman laporan keuangan perusahaan.

## **Telaah Literatur 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 aset dari suatu entitas, klaim terhadap sumberdaya atau aset-aset tersebut (kewajiban dan ekuitas 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, kar-yawan, kreditor, pemasok, pelanggan, pemerintah, dan masyarakat yang menggunakannya untuk memenuhi kepentingan yang berbeda. Investor membutuhkan informasi untuk membantu menentukan apakah harus membeli, menahan, atau menjual sahamnya. Pemegang saham

membutuhkan informasi akuntansi untuk menilai 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 komparatif 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 menjelaskan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan terhadap informasi laporan keuangan adalah (1) kemampuan informasi tersebut untuk mengurangi ketidakpastian, misalnya ketidakpastian tentang profitabilitas dari 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 akan 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 earnings. 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) mendefinisikan free-riding sebagai berikut: *the receipt by a firm or individual of a benefit from an externality*. Sementara *externality* didefinisikan sebagai berikut: *An action taken by a firm or individual that imposes costs or benefits on other firms or individuals for which the entity creating the externality is not charged or does not receive revenue*.

Dari pengertian di atas, tampak bahwa *free-riding* merupakan keuntungan (*benefits*) atau kerugian (*losses*) 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 menginterpertasikan informasi yang diumumkan oleh suatu perusahaan sesuai dengan kepentingan yang berbeda-beda. Selanjutnya, informasi tersebut digunakan untuk memprediksi atau menduga arah informasi yang sama dari perusahaan-perusahaan pesaing dalam industri yang sama yang belum mengumumkannya.

Aspek krusial dari masalah eksternalitas dan *free-riding* tersebut adalah bahwa *costs* 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, informasi 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 (*incumbent*) mengumumkan kinerja laba positif dan meningkat dari tahun sebelumnya (*unexpected earnings*), maka investor akan menggunakan informasi tersebut untuk menduga bahwa kinerja laba dari 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 dari 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 returns* positif dari perusahaan yang mengumumkan laporan keuangan *good news* tanpa harus mengeluarkan *cost* biaya produksi untuk memroses 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 meres-

pon 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 Kothari 1991, Potter 1992, Patell dan Wolfson 1981, Daley et al. 1995, Beza 1997, Hanafi 1997, Purba 1997, Sadikin 2000, Lako 2002a, 2002b, 2002c, 2003a, 2003b, 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 dari 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 dari *free-riding*, hipotesis (dinyatakan dalam hipotesis alternatif) yang diajukan

dalam penelitian ini adalah:

H<sub>3</sub>: Terdapat indikasi praktik *free-riding* dalam reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan dari 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 dari perusahaan-perusahaan *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 variabel-variabel *extraneous*. Dalam banyak kasus, persyaratan yang tidak perlu terpenuhi tersebut adalah *rando assignment* dari subyek-subyek untuk grup-grup yang ada. Menurut Abde khalik dan Ajinkya (1979), seorang periset menggunakan desain *quasi experimental* jika data yang digunakan dalam risetnya berasal dari observasi observasi dunia nyata, 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 *control* 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) dalam industri yang sama yang belum mengumumkan laporan keuangan.

### **Populasi dan Sampel**

Populasi meliputi seluruh saham biasa yang masuk dalam kelompok Indeks LQ45 BEI. Menurut Fact Book 2006 (JSX 2006: 51), Indeks LQ45 terdiri atas 45 perusahaan yang dipilih setelah melalui beberapa kriteria pemilihai sehingga terdiri dari saham-saham dengan likuiditas (LiQuid) tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar saham tersebut. Untuk dapat masuk dalam pemilihan, suatu saham harus memenuhi kriteria tertentu dan melewati seleksi utama sebagai berikut: 1) masuk dalam ranking top 60 dari total transaksi saham dalam pasar reguler, 2) perankingan didasarkan pada kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir), 3) sudah terdaftar dalam di BEI minimum 3 bulan terakhir, dan 4) kondisi keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhan, frekuensi dan jumlah transaksi pasar reguler dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler. Pergantian saham dilakukan setiap enam bulan, yaitu setiap awal Pebruari dan Juli.

Sampel penelitian meliputi seluruh emiten LQ45 yang mengumumkan laporan keuangan auditan 2004, 2005 dan 2006 selama Pebruari – Juli 2005, 2006 dan 2007. Perusahaan-perusahaan yang tidak mengumumkan laporan keuangan

selama periode tersebut dikeluarkan dari sampel.

Untuk penentuan sampel akhir, sampel dibagi menjadi dua kelompok: 1) kelompok sampel treatment yaitu perusahaan-perusahaan yang mengumumkan laporan keuangan lebih awal; dan 2) kelompok sampel control yaitu perusahaan-perusahaan 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 mengumumkan informasi lain, seperti pengu-muman dividen dan stock split, pada tanggal emiten treatment mengumum-kan laporan keuangan juga dikeluarkan dari sampel akhir.

Dengan demikian, jumlah sampel akhir untuk sampel treatment dan control untuk pengumuman laporan keuangan 2004, 2005, dan 2006 masing-masing adalah 26, 23, dan 27 sampel seperti tampak pada Tabel 1. 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 dari Biro PKP Bapepam. Tanggal publikasi laporan keuangan dari Bapepam diasumsikan sebagai sumber informasi laporan keuangan pertama yang resmi dan 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 dari Pusat Database Pasar Modal PPA UGM.

### Metode Analisis Data

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 ( $t-2$ ,  $t.0$ ,  $t.2$ ). 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 ( $t-100$ ,  $0$ ).
3. Menghitung koefisien  $\alpha$ ; (risiko pasar) dan  $\beta$ ; (risiko perusahaan) dengan

menggunakan model ordinary least square. Data yang digunakan adalah return saham harian dan tingkat return pasar harian (indeks LQ45).

4. Menghitung return aktual pasar di sekitar periode peristiwa pengumuman laporan keuangan dengan menggunakan indeks LQ45.
5. Mengestimasi expected return dengan menggunakan koefisien  $\alpha_i$  dan  $\beta_i$  yang dihitung dengan rumus (Jogiyanto 2003, Jones 2000):

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

Notasi :

$E(R_j)$  : return ekspektasi dari saham ke- $i$  pada periode estimasi ke- $j$

$\alpha_i$  : intercept untuk saham ke- $i$

$\beta$  : koefisien slope yang merupakan Beta dari saham ke- $i$

$E(R_M)$  : tingkat return ekspektasi indeks pasar pada periode estimasi ke- $j$

1. Membandingkan *expected returns* dengan *actual returns* memperoleh *abnormal returns*, dengan rumus berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_j) \quad (2)$$

Notasi :

$AR_{j,t}$  : abnormal return saham ke- $i$  untuk periode  $t$

$E(R_j)$  : return ekspektasi dari saham ke- $i$  pada periode estimasi ke- $j$

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

2. Menghitung cumulative abnormal returns (CAR) dan average abnormal returns (AAR). CAR dihitung dengan

menjumlahkan AR dari seluruh sekuritas pada hari ke-t; sedangkan AAR dihitung dengan membagi CAR seluruh sekuritas pada hari ke-t dengan jumlah sekuritas.

3. Menghitung kesalahan standar estimasi (KSE) dan AR standarisasi, serta signifikansi AAR. Untuk mengukur signifikansi AAR selama periode peristiwa, digunakan pengujian t-test. Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa pengujian t-test bertujuan untuk melihat signifikansi AR di periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa AR secara statistik signifikan tidak sama dengan nol (positif untuk “good news” dan negatif untuk “bad news”). Rumus t-test terhadap AR adalah:

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

Notasi :

t : t-test

$\hat{\alpha}$  : parameter yang diuji signifikansinya

KSE : Kesalahan standar estimasi

Pengujian t-test dilakukan dengan menstandarisasi nilai AR. Perhitungan AR standarisasi dilakukan dengan membagi AR dengan KSE. KSE merupakan kesalahan standar pada saat mengestimasi nilai AR dan dilakukan untuk setiap sekuritas. Karena itu, AR standarisasi sekuritas ke-i dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$ARS_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\text{KSE}_i} \quad (4)$$

Notasi :

$ARS_{i,t}$  : abnormal return standarisasi saham ke-i pada hari ke-t di

periode peristiwa

$AR_{i,t}$  : abnormal return untuk saham ke-i pada periode ke-t

$\text{KSE}_i$  : kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

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

$$\text{KSE}_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{T_1} (R_{i,j} - \bar{R}_i)^2}{T_1}} \quad (5)$$

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

$T_1$  : 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 signifikansi reaksi pasar.

### Hasil Riset

Untuk menguji pernyataan hipotesis, Tabel 2 menyajikan hasil perhitungan AAR dan CAAR pengumuman laporan keuangan 2004, 2005 dan 2006 dari emiten kelompok treatment (T) dan kelompok control (C) selama periode peristiwa pengumuman.

Dari Tabel 2, terlihat bahwa nilai AAR untuk sampel *treatment* dan sampel *control* selama periode peristiwa pengumuman laporan keuangan (LK) 2004, 2005 dan 2006 adalah positif (negatif) 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 dari emiten kelompok *treatment* pada periode peristiwa ( $t_0$ ) pada level signifikansi 1 persen dan 5 persen. Secara keseluruhan (LK 2004-2006 *pooled*), pasar merespon secara positif dan signifikan pada level 5 perssen 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 dari 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 dari kelompok sampel kontrol yang belum mengumumkan laporan keuangan ikut menikmati AR positif atau menderita AR negatif karena pengumuman laporan keuangan kelompok sampel *treatment*. Dari sisi CAAR, tampak CAAR kelompok sampel *control* lebih tinggi dari 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 dari Gambar 1, 2, 3 dan 4 berikut. Gambar 1 memperlihatkan bahwa pasar telah me-

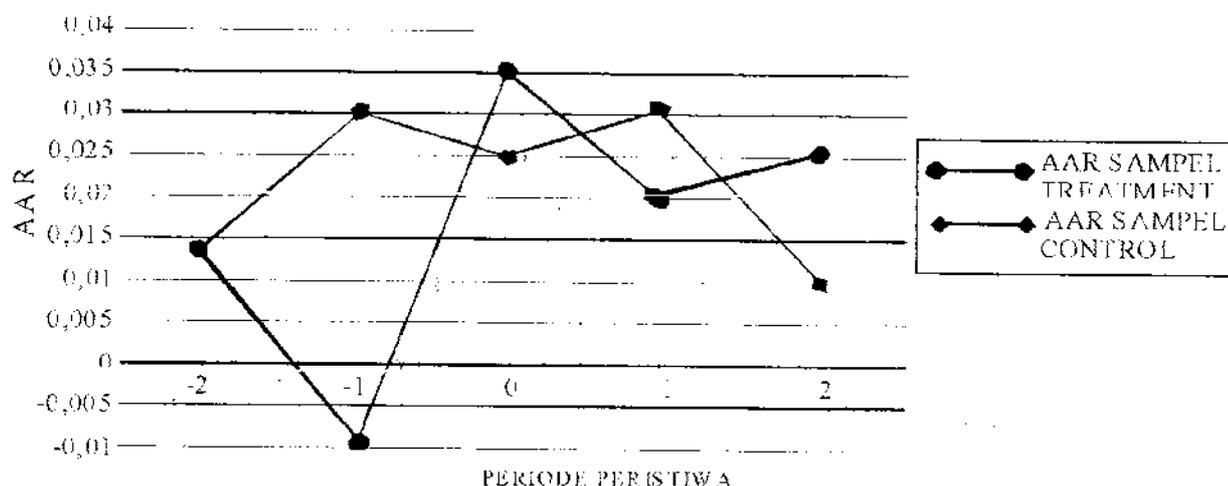
respon secara positif publikasi laporan keuangan emiten kelompok *treatment* pada t-1 dan pada t0 pasar justru bereaksi secara negatif. Sebaliknya, pada t.0 para investor justru memberikan apresiasi atau ekspektasi yang positif dan signifikan terhadap saham-saham dari perusahaan-perusahaan pesaing dalam industri sejenis yang belum mengumumkan laporan keuangan. Hal ini mengindikasikan ada praktik *free-riding* dalam respon 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 dan merespon secara negatif pada tanggal pengumuman (t.0). Sebaliknya, pada t.1 investor justru memberikan apresiasi yang positif terhadap saham-saham dari emiten-emiten pesaing yang tidak mengumumkan laporan keuangan. Hal ini juga mengindikasikan terjadi *free-riding* dalam 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 negatif 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 4 (AAR 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, 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 negatif pada t.0. Sebaliknya, pada t.1 ketika emiten sampel *treatment* menderita penurunan AR, emiten sampel control



Gambar 1 AAR Laporan Keuangan 2004

### 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. t.O dan t.I selama periode peristiwa pengumuman laporan keuangan dari emiten sampel *treatment*.

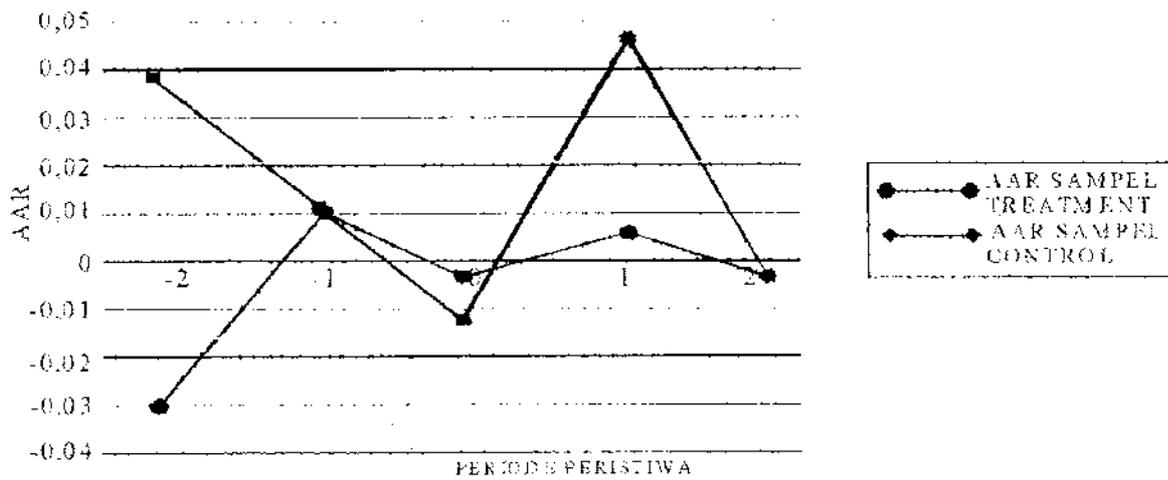
Keterbatasan utama dari riset ini adalah: Pertama, belum memisahkan emiten kelompok sampel *treatment* ke dalam kelompok sampel yang mengumumkan laba *good news-GN* (perubahan kenaikan laba dari periode sebelumnya) dan laba *bad news-BN* (perubahan penurunan laba dari periode sebelumnya). Hal ini menyebabkan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

Kedua, studi ini belum mengontrol peristiwa-peristiwa makro (corporate macro events) 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

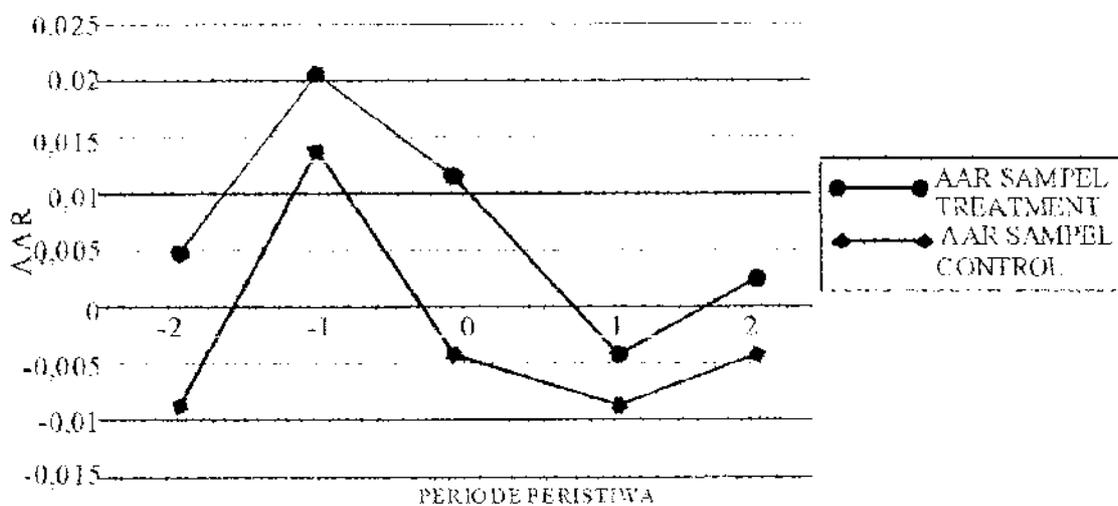
lemah. Karena itu, penelitian-penelitian selanjutnya perlu memper-timbangkan hal tersebut.

### DAFTAR PUSTAKA

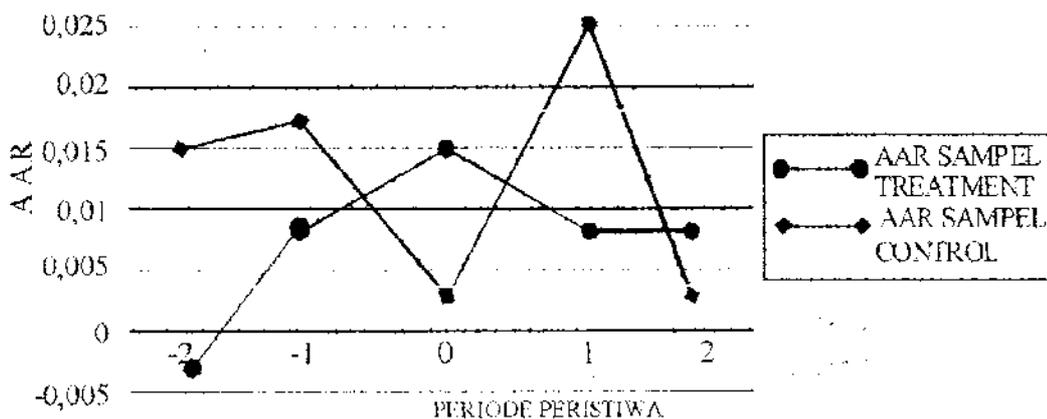
- Abdel-khalik, A.R. & B.B. Ajinkya. 1999. *Empirical Research in Accounting: A Methodological Viewpoint*. American Accounting Association.
- Ball, R. & P. Brown. 1998. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. Journal of Accounting Research. Vol. 6. 159-178
- Bamber, L.S. 1986. *The Information 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 Earnings 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.
- Daley, 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.



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.