

ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN LAPORAN KEUANGAN TERHADAP RETURN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)

Tri Astuti

Perumahan Kaliurang Pratama B/14
Jalan Kaliurang KM. 7,3 Yogyakarta, 55281
E-mail: triastuti@yahoo.co.id

ABSTRACT

The objectives of this study are: 1) to examine the information contents of income statements dated December 31, showed by significant abnormal returns. 2) to investigate the influence of fundamental variables on abnormal returns. The samples used in this study are 50 manufacturing firms listed at BEJ, which are actively traded between 2004-2005. The samples are recognized by purposive random sampling method. Six variables used as fundamental variables are account receivables (PD), inventory (PERSD), gross profit margin (LK), earnings per share (EPS), operating cash flows (OCF) and return on assets (ROA) variables, and one control variable that is size. PD, PERSD, and LK variables are measured by two years averaging model. EPS variable are measured by current period EPS minus EPS one year before current period, divided by stock price one year before current period. While OCF and ROA variables are measured by annual percentage change. Size is proxied by natural logarithm of total assets. Multiple regressions are used to test the hypotheses in order to know the influence of each fundamental variables on the cumulative abnormal returns (CAR). Three models used to measure CAR: market model, mean adjusted model, and market adjusted model. The examining results of information content for 2004 using one sample t-test showed that CAR measured by mean adjusted model is significant at p-value 0.01. While for 2005, CAR was significant at p-value 0.1 (mean adjusted model). On the other hand, CAR market model and market adjusted model are not

significant both for 2004 and 2005. The regression results for 2004 and 2005 also show that using mean adjusted model at operating cash flows (OCF) variable affect the magnitude of CAR positively significant, while return on assets (ROA) variable affect the magnitude of CAR positively significant for 2004.

Keywords: Information Contents, CAR, Market Model, Mean Adjusted Model, Market Adjusted Model, Fundamental Variables

PENDAHULUAN

Perkembangan industri yang terjadi di Indonesia menyebabkan timbulnya persaingan yang sangat ketat di antara perusahaan. Agar dapat bertahan dalam persaingan yang ketat tersebut, setiap perusahaan harus dapat meningkatkan laba perusahaan dengan cara lebih memperkuat struktur modalnya. Salah satu cara untuk meningkatkan modal adalah dengan cara menjual saham kepada masyarakat atau lebih dikenal dengan istilah *go public*. Laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan yang dikomunikasikan kepada pihak luar, investor misalnya, diharapkan mempunyai nilai informasi yang dapat digunakan investor dalam pengambilan keputusan melakukan investasi atau tidak. Suatu laporan keuangan yang mempunyai kandungan informasi yang penting, akan direspon oleh para investor melalui harga saham. Informasi yang terkandung dalam laporan keuangan perusahaan dapat

menjadi berita bagus maupun berita buruk bagi investor sehingga kemungkinan bahwa pada saat pengumuman laporan keuangan perusahaan tersebut dilakukan, pihak investor akan bereaksi terhadap harga saham perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian, para investor dapat membuat keputusan apakah menjual atau membeli saham perusahaan tersebut.

Tidak semua informasi yang dimiliki oleh perusahaan dapat diakses dengan mudah dan cepat oleh para investor. Hal tersebut menyebabkan timbulnya *asymmetric information*. *Asymmetric information* merupakan kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi, sedangkan investor yang lainnya tidak mempunyai informasi. Investor yang mempunyai informasi ini dapat menikmati *abnormal return* (Jogiyanto, 2000). Pihak manajemen dapat mengurangi tingkat *asymmetric information* dengan menyampaikan informasi yang dimilikinya kepada masyarakat. Salah satu metode yang biasanya digunakan oleh para analis untuk melakukan analisis terhadap laporan keuangan adalah analisis fundamental. Analisis ini mencoba untuk menghitung nilai intrinsik dari suatu saham dengan menggunakan data keuangan dan data yang terkait (data fundamental) dari perusahaan tersebut untuk memperkirakan nilai saham dan meramalkan pergerakan harga saham di masa mendatang (Quirin dan Allen, 2000; Jogiyanto, 2000). Dalam pasar yang efisien pada bentuk setengah kuat (*semistrong*) akan ada *lag* dalam proses penyesuaian harga terhadap informasi baru, dimana investor dapat melakukan analisis fundamental untuk memperoleh *abnormal return* (Tandelilin, 2001).

Penelitian-penelitian yang mengangkat isu berkaitan dengan pengumuman laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan dengan penentuan harga saham di antaranya dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) yang melakukan penelitian tentang hubungan laba dengan harga saham di *New York Stock Exchange* (NYSE). Mereka menemukan hubungan yang signifikan antara perubahan laba dengan perubahan rata-rata *return* tahunan di bulan pengumuman laba tahunan. Dengan melakukan pengujian hubungan antara *return* saham dengan laba ternyata menunjukkan bahwa informasi yang terkandung dalam angka laba tahunan berguna bagi investor. Chambers dan Penman (1984) melakukan

penelitian yang menguji batas waktu pengumuman laporan rugi-laba terhadap perilaku harga saham di sekitar tanggal pengumuman. Holthausen dan Larcker (1992) melakukan investigasi kemampuan model statistik berdasarkan pada informasi akuntansi untuk memprediksi *abnormal return*. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa informasi akuntansi dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return* yang signifikan.

Easton dan Haris (1991) menemukan bahwa *abnormal return* dapat memberikan penjelasan yang lebih baik terhadap *return* sekuritas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earnings per share* (EPS) dan perubahan *earnings per share* memberikan persamaan nilai yang berarti terhadap *return* saham. Lev dan Thiagarajan (1993) mengemukakan bahwa dalam memprediksi *future earnings* menggunakan dua belas sinyal fundamental yang digunakan, yaitu *inventory*, *accounts receivable*, *capital expenditure*, *R&D*, *gross margin*, *sales and administrative expenses*, *provision for doubtful receivables*, *effective tax*, *order backlog*, *labor force*, *LIFO earnings*, dan *audit qualification*. Hasil penelitian ini menemukan bahwa sebagian sinyal fundamental tersebut memberikan nilai relevansi tambahan terhadap laba dengan menambah *explanatory power* laba sebesar 70%.

Abarbanell dan Bushee (1997) menguji kembali sinyal fundamental oleh Lev dan Thiagarajan (1993). Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa analisis fundamental memberi sinyal yang menyediakan informasi tentang *future return* yang dihubungkan dengan *future earnings news*, dan *abnormal return* yang signifikan diperoleh untuk jangka waktu satu tahun ke depan. Penelitian Abarbanell dan Bushee (1998) kembali melakukan pengujian mengenai apakah penerapan analisis fundamental dapat menghasilkan *abnormal return* secara signifikan. Hasil yang diperoleh adalah bahwa *abnormal return* dengan strategi fundamental berkaitan dengan perubahan *earnings* setahun berikutnya. Witkowska (2006) menguji hubungan antara *return* saham dengan variabel fundamental di *Warsawa Stock Exchange*. Penelitian ini memperoleh hasil bahwa variabel fundamental mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham. Di Indonesia, penelitian mengenai sinyal-sinyal fundamental sudah banyak dilakukan, di antaranya dilakukan oleh Suryaningrum (2000) dan Dewi (2006).

Penelitian ini memperoleh hasil yang konsisten bahwa hanya sinyal laba kotor yang memberi hasil yang signifikan berhubungan dengan kinerja saham perusahaan.

Dalam penelitian ini, peneliti akan membuktikan mengenai kemungkinan *abnormal return* saham dapat diperoleh dengan pendekatan analisis fundamental. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel fundamental piutang dagang, persediaan, laba kotor, *earnings per share* (EPS), *operating cash flow* (OCF), *return on assets* (ROA), serta menggunakan ukuran perusahaan (*size*) sebagai variabel kontrol. Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah pengumuman laporan keuangan perusahaan mempunyai kandungan informasi yang diukur dengan *abnormal return* dan apakah variabel fundamental seperti piutang dagang, persediaan, laba kotor, *earnings per share* (EPS), *operating cash flow* (OCF), *return on assets* (ROA) dapat menjelaskan besarnya nilai *abnormal return* saham. Tujuan penelitian adalah untuk membuktikan kandungan informasi dari suatu pengumuman laporan keuangan perusahaan dan untuk membuktikan pengaruh variabel fundamental seperti piutang dagang, persediaan, laba kotor, *earnings per share* (EPS), *operating cash flow* (OCF), *return on assets* (ROA) terhadap *abnormal return* saham.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Selain itu, pasar modal juga mengemban fungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Pasar modal juga mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak investor dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang paling optimal (Tandelilin, 2001). Pasar modal harus bersifat likuid dan efisien, untuk dapat menarik pembeli dan penjual agar dapat berpartisipasi di dalamnya (Jogiyanto, 2000). Pasar modal dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan dapat memanfaatkan informasi

untuk mendapatkan *abnormal return* di pasar. Sebaliknya, pada pasar yang kurang efisien, maka harga sekuritas akan kurang mencerminkan semua informasi yang ada atau terdapat *lag* dalam proses penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut (Tandelilin, 2001).

Menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (2000), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien kedalam tiga bentuk *efficient market hypothesis* (EMH) yaitu 1) Efisiensi pasar dalam bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah berarti harga-harga dari sekuritas yang terbentuk sekarang akan secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu; 2) Efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan, termasuk informasi yang ada dalam laporan keuangan perusahaan emiten; dan 3) Efisiensi pasar dalam bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat.

Menurut Jogiyanto (2000), analisis fundamental atau yang sering disebut analisis perusahaan merupakan salah satu analisis yang digunakan untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan data keuangan yang ada di perusahaan. Menurut Penman (2001) terdapat lima tahap pemrosesan dalam analisis fundamental. Tahap pertama yaitu memahami bisnis perusahaan yang meliputi pengetahuan tentang produk dan strategi yang diterapkan perusahaan sehingga nantinya dapat mempertinggi tingkat keyakinan terhadap penilaian bisnis tersebut. Tahap kedua adalah melakukan analisis informasi baik yang berasal dari dalam laporan keuangan maupun yang berasal dari luar laporan keuangan. Pada tahap ketiga merupakan tahap peramalan hasil, dimana para pemegang saham akan mendapatkan hasil dalam bentuk deviden dan laba penjualan saham dan nantinya dari hasil tersebut akan diubah ke dalam bentuk penilaian pada tahap keempat. Tahap kelima adalah pengambilan keputusan investasi dari hasil penilaian yang sudah dilakukan di tahap keempat.

Menurut Penman (2001), *abnormal return* merupakan kelebihan *return* yang terjadi pada suatu sekuritas sebagai kompensasi dari risiko dan nilai uang terhadap waktu. *Abnormal return* dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menilai reaksi pasar terhadap informasi yang dikeluarkan atau dipublikasikan dari suatu pengumuman. Studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman merupakan studi peristiwa (Jogiyanto, 2000). Studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman dan dapat juga untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Beaver (1968) menguji pengaruh pengumuman laba terhadap volume transaksi dan pergerakan harga saham. Beaver menyatakan bahwa perubahan harga saham akan tampak lebih besar pada saat laba diumumkan dibandingkan saat-saat lain selama periode yang bersangkutan. Bamber (1986) melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara volume perdagangan sekuritas dengan pengumuman *annual earnings*. Penelitian ini memperoleh bukti bahwa pada saat *annual earnings* perusahaan diumumkan, volume perdagangan menjadi lebih tinggi dan signifikan dibandingkan dengan rata-rata perdagangan selama tahun pengamatan.

Ariff dan Johnson (1990) melakukan penelitian terhadap pengaruh pengumuman dan efisiensi pasar di pasar perdagangan yang kecil (*thin market*) di Singapura. Penelitian ini menghasilkan bukti bahwa untuk kategori *earnings* yang meningkat, menunjukkan adanya *excess return* yang positif pada sekitar bulan pengumuman dan untuk kategori *earnings* yang menurun, memperlihatkan *cummulative abnormal return* yang negatif dan signifikan pada sekitar bulan pengumuman. Ball dan Kothari (1991) mencoba melakukan pengujian terhadap risiko (*risk*), *return*, dan *abnormal return* saham di hari-hari sekitar pengumuman kuartalan laporan keuangan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk dalam kategori *small firms* memperoleh *abnormal return* yang positif baik di periode sebelum dan sesudah pengumuman, namun untuk perusahaan *big firms* memperoleh negatif *abnormal return* mulai periode -10 sampai +5. Husnan, Hanafi, dan Wibowo (1996) melakukan pengamatan dampak pengumuman laporan keuangan terhadap kegiatan perdagangan

saham. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa kegiatan perdagangan sebelum pengumuman menunjukkan angka yang lebih besar dan signifikan apabila dibandingkan dengan kegiatan perdagangan sesudah pengumuman.

Lipe (1986) meneliti hubungan antara komponen-komponen yang terdapat pada *earnings* dengan *return saham*. Dengan menggunakan variabel *gross profit, general and administrative expenses, depreciation expenses, interest expenses, income taxes, dan other items*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keenam variabel tersebut secara statistik signifikan dapat menambah kemampuan menjelaskan pada *return* saham. Ou dan Penman (1989) merumuskan metode untuk menganalisis laporan keuangan dengan memperoleh hasil ukuran yang ringkas dari laporan keuangan yang diakui sebagai indikator *earnings* pada masa yang akan datang. Penelitian ini menghasilkan bukti bahwa dengan menggunakan *logit regression model*, terhadap 68 elemen laporan keuangan, terdapat 34 dari 68 elemen tersebut mempunyai koefisien estimasi kurang dari 10%. Hal ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi mengandung informasi fundamental yang tidak tercermin dalam harga saham.

Ou (1990) melakukan penelitian untuk membuktikan bahwa laporan keuangan bukan hanya mengandung informasi historis namun juga mampu mengestimasi *earnings* di masa mendatang. Hasilnya menunjukkan bahwa angka-angka yang terdapat dalam laporan keuangan mengandung informasi yang dapat dipakai untuk memprediksi laba setahun mendatang. Chan, Hamao, dan Lakonishok (1991) melakukan penelitian hubungan variabel-variabel dalam laporan keuangan terhadap *return* saham di Jepang periode tahun 1971-1988. Variabel yang digunakan adalah variabel *earnings yield, size, book to market ratio, dan cash flow yield*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan yang signifikan antara keempat variabel tersebut dengan *return* yang diharapkan di pasar Jepang.

Easton dan Haris (1991) menemukan bahwa laba atau laba yang tidak diduga (*abnormal return*) dapat memberikan penjelasan yang lebih baik terhadap *return* sekuritas. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *earnings per share* (EPS) sebagai variabel pertama dan perubahan *earnings per share* sebagai variabel kedua (sebagai wakil dari laba tidak diduga)

memberikan persamaan nilai yang berarti terhadap *return* saham. Lev dan Thiagarajan (1993) menguji *value relevance* tambahan dua belas sinyal fundamental. Hasil penelitian ini membuktikan adanya relevansi sinyal-sinyal ini dengan menunjukkan bahwa sinyal-sinyal *inventory*, *accounts receivable*, *capital expenditure*, *gross margin*, *sales and administrative expenses*, *order backlog*, dan *labor force* berhubungan negatif dengan *excess return*.

Abarbanell dan Bushee (1997) juga melakukan penelitian untuk melihat korelasi antar sinyal fundamental berdasarkan akuntansi dengan harga saham. Penelitian ini hanya mengadopsi 9 sinyal fundamental Lev dan Thiagarajan (1993). Penelitian ini mendapatkan bukti langsung bahwa baik *earnings* masa yang akan datang, maupun revisi terhadap *forecast* analisis atas *earnings* masa yang akan datang berhubungan secara signifikan dengan beberapa sinyal pada periode sampel yang mereka uji. Abarbanell dan Bushee (1998) melakukan pengujian apakah penerapan analisis fundamental dapat meningkatkan *abnormal return* secara signifikan. Dengan tetap menggunakan 9 sinyal fundamental yang telah digunakan pada penelitian sebelumnya. Berdasarkan penelitiannya diperoleh bukti bahwa sinyal-sinyal fundamental menyediakan informasi mengenai *return* saham pada masa yang akan datang yang berhubungan dengan berita mengenai *earnings* masa yang akan datang. Selanjutnya didapatkan bahwa *abnormal earnings* yang signifikan biasanya akan diperoleh di sekitar pengumuman *earnings*.

Suryaningrum (2000) melakukan studi empiris terhadap *abnormal return* dan strategi analisis fundamental selama periode tahun 1993 sampai dengan 1996 dengan tujuan untuk membuktikan apakah penerapan analisis fundamental dapat menghasilkan *abnormal return* secara signifikan. Penelitian ini menggunakan 6 variabel fundamental (persediaan, piutang dagang, pengeluaran modal, margin kotor, biaya penjualan dan administrasi, serta pajak efektif) untuk memprediksi *abnormal return*. Dengan menggunakan *mean-adjusted model* dan *market-adjusted model* untuk mengestimasi *return* ekspektasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dari keenam variabel fundamental yang digunakan, hanya satu variabel fundamental yang berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return*, yaitu variabel

laba kotor (*gross margin*).

Quirin dan Allen (2000) melakukan penelitian empiris selama 17 tahun dengan pengujian terhadap sampel dari 16.328 observasi tahun persediaan. Penelitian ini menggunakan model *ordinary least squares regression*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa sinyal fundamental memiliki nilai tambah yang relevan ketika *earnings* didominasi oleh elemen-elemen yang bersifat transitori. Triyono dan Hartono (2000) menguji hubungan kandungan informasi arus kas, komponen arus kas, dan laba akuntansi dengan harga dan *return* saham. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa total arus kas tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham, tetapi dari hasil analisis ditemukan bahwa pemisahan total arus kas ke dalam tiga komponen arus kas yaitu dari aktivitas pendanaan, investasi dan operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham. Kemudian hasil pengujian dengan menggunakan model *return* menunjukkan bahwa semua hipotesis yang diajukan tidak berhasil didukung oleh data.

Chaeroni (2001) menguji hubungan variabel fundamental dengan *abnormal return* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1996-1999. Dengan menggunakan variabel fundamental *inventory*, *account receivables*, *capital expenditures*, *gross margin*, *selling expenses*, *effective tax rate*, dan *labor force*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya sinyal *capital expenditures* saja yang berpengaruh dengan *abnormal return*. Kananlua (2002) melakukan penelitian bertujuan untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman laporan keuangan per 31 Desember yang ditunjukkan oleh *abnormal return* yang signifikan dan untuk mengetahui pengaruh faktor fundamental terhadap *abnormal return*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa margin kotor, *operating cash flow* (OCF) mempengaruhi *cumulative abnormal return* secara positif dan signifikan untuk *market-adjusted model*, sedangkan untuk *market-model* hanya variabel *operating cash flow* (OCF) yang secara signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* (CAR).

Sunarso (2003) menguji pengaruh *return on assets* (ROA) dan *economic value added* (EVA) terhadap *return* saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa baik ROA maupun EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Yarnest

(2003) melakukan penelitian untuk mengetahui apakah kinerja keuangan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap *return saham*. Dengan menggunakan sampel perusahaan *Food and Beverage* yang *listing* di Bursa Efek Surabaya, penelitian ini menunjukkan bukti bahwa variabel EPS, EVA, ROA, ROE, dan FL secara simultan tidak berpengaruh signifikan dengan *return* saham. Pradhono dan Christiawan (2004) melakukan penelitian untuk menganalisis pengaruh *economic value added* (EVA), *residual income* (RI), *earnings*, dan *operating cash flow* (OCF) terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *earnings* dan *operating cash flow* (OCF) signifikan secara statistik atau berpengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Susanto dan Siregar (2005) melakukan penelitian untuk mengetahui peran saling melengkapi laba dan arus kas operasi dalam menjelaskan variasi *return saham*. Hasil dari penelitian ini memberikan tambahan bukti yang mendukung penelitian sebelumnya bahwa laba akuntansi dan arus kas operasi mengandung informasi bagi pihak investor. Dewi (2006) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan antara beberapa sinyal fundamental dengan kinerja saham perusahaan sebelum mengalami pengkondisian dan setelah mengalami pengkondisian. Penelitian ini menggunakan lima variabel fundamental yaitu piutang dagang, persediaan, biaya administrasi dan penjualan, laba kotor sebagai variabel kontrol, serta arus kas yang berasal dari kegiatan operasi sebagai variabel independen utama. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hanya sinyal laba kotor yang signifikan. Sedangkan hasil analisis terhadap sinyal fundamental setelah mengalami pengkondisian berhasil membuktikan bahwa mayoritas sinyal-sinyal fundamental menjadi lebih signifikan ketika dikondisikan pada situasi inflasi.

Witkowska (2006) menguji hubungan antara *return* saham dan variabel fundamental untuk perusahaan yang *listing* di *Poland Stock Exchange*. Dengan menggunakan panel data model penelitian ini menggunakan 187 perusahaan dari tahun 1999-2003. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* saham satu tahun mendatang berhubungan signifikan dengan tiga variabel fundamental yaitu *gross margin*, *sales*

and *administrative expenses*, dan *return on assets*. Variabel *gross margin* dan *leverage* signifikan pada *return* tiga bulan mendatang, dan *leverage* juga signifikan pada *return* satu bulan mendatang. Selain itu, *return* saham juga mempunyai hubungan yang kuat dengan *price-earnings ratio*.

Laporan keuangan adalah laporan yang menyajikan angka-angka akuntansi dari operasi dan posisi keuangan dari perusahaan dalam satu periode tertentu berupa laporan neraca, laporan rugi-laba, dan laporan arus kas. Laporan keuangan adalah salah satu informasi yang penting bagi investor, karena dengan melakukan analisis terhadap laporan keuangan diharapkan dapat menilai kinerja dan prospek perusahaan pada masa yang akan datang yang nantinya dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, laporan keuangan memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan oleh investor sehingga dapat mempengaruhi harga saham dan juga nilai perusahaan. Nilai perusahaan atau nilai fundamental ditunjukkan oleh informasi yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan. Dengan melakukan analisis pada laporan keuangan dapat diperoleh nilai-nilai yang tidak direfleksikan pada harga saham (Ou dan Penman, 1989).

Husnan, Hanafi, dan Wibowo (1996) melakukan penelitian tentang reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa laporan keuangan mempunyai dampak terhadap pasar (laporan keuangan cukup *informative*). Francis dan Schipper (1999) dalam Kananlua (2002) melakukan penelitian untuk mengetahui apakah informasi dalam laporan keuangan masih relevan untuk digunakan para investor. Penelitian ini menggunakan total *return* yang diperoleh dari informasi laporan keuangan dan berdasarkan pada *explanatory power* dari informasi akuntansi untuk mengukur *market value* yaitu kemampuan *earnings* untuk menjelaskan *annual market-adjusted return* dan kemampuan *earnings* dan *book value* dari asset dan hutang untuk menjelaskan *market value of equity*. Penelitian ini memperoleh hasil adanya penurunan relevansi pada informasi *earnings* dan menunjukkan peningkatan relevansi pada informasi laporan neraca dan informasi *book value*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka rumusan hipotesis untuk pengumuman laporan keuangan adalah sebagai berikut:

H₁: Pengumuman laporan keuangan mempunyai kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*.

Piutang merupakan salah satu komponen yang terdapat dalam laporan keuangan. Lev dan Thiagarajan (1993) menyatakan bahwa kenaikan piutang dagang yang tidak sebanding dengan kenaikan penjualan dipandang sebagai sinyal negatif. Berbagai alasan yang menjadi dampak dari ketidakseimbangan peningkatan jumlah piutang terhadap penjualan yaitu 1) kesulitan perusahaan untuk menjual produknya dan umumnya akan memicu dilakukannya perpanjangan masa jatuh tempo piutang; 2) peningkatan dalam penyisihan piutang yang tidak tertagih yang akan mempengaruhi pendapatan perusahaan di masa mendatang; dan 3) adanya manajemen laba yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan dalam bentuk pencatatan pendapatan yang belum terealisasi sebagai penjualan. Saat perusahaan mengalami kegagalan dalam mengelola penjualan kreditnya, maka diperkirakan terdapat kesulitan dalam pengumpulan uang kas. Penurunan uang kas akan menyebabkan menurunnya kemampuan perusahaan untuk meraih laba, yang menyebabkan para investor kurang berminat untuk membeli saham perusahaan sehingga harga saham menurun dan selanjutnya *return* saham menjadi menurun. Tanda positif menunjukkan *bad news* sedangkan tanda negatif menunjukkan *good news* sehingga diduga sinyal piutang dagang berpengaruh negatif dengan *return* saham.

Bukti empiris mengenai hal ini telah diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997) dan Abarbanell dan Bushee (1998) yang menyimpulkan bahwa sinyal piutang dagang berpengaruh secara negatif terhadap *return* saham. Akan tetapi, penelitian Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal piutang dagang signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk sinyal piutang dagang adalah:

H₂: Piutang dagang berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Persediaan merupakan salah satu komponen yang terdapat dalam neraca. Dengan melakukan analisis terhadap persediaan, diharapkan dapat memperoleh informasi mengenai kinerja perusahaan pada masa

yang datang. Lev dan Thiagarajan (1993) menyatakan bahwa kenaikan persediaan yang lebih cepat dibanding kenaikan penjualan dipandang sebagai sinyal yang negatif. Hal ini memberi kesan bahwa perusahaan kesulitan dalam melakukan penjualan dan menunjukkan bahwa perusahaan terlalu banyak menyimpan barang yang belum terjual yang lambat laun akan menurunkan perolehan *earnings*. Dengan demikian, para investor tidak tertarik untuk membeli saham perusahaan yang bersangkutan sehingga akan menurunkan *return* saham dan demikian sebaliknya. Tanda positif menunjukkan *bad news* sedangkan tanda negatif menunjukkan *good news* sehingga diduga sinyal persediaan berpengaruh negatif dengan *return* saham.

Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997), dan Abarbanell dan Bushee (1998) telah mendapatkan bukti empiris bahwa sinyal persediaan berpengaruh secara negatif dengan *return* saham. Akan tetapi, penelitian Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal persediaan signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk sinyal persediaan adalah:

H₃: Persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Laba kotor adalah salah satu komponen yang terdapat dalam laporan keuangan yaitu laporan rugi-laba. Laba kotor diperoleh dengan mengurangkan harga pokok penjualan dari total penjualan. Lev dan Thiagarajan (1993) menyatakan bahwa penurunan laba kotor yang melebihi penurunan penjualan dipandang sebagai *bad news* oleh para analis. Adanya perubahan laba kotor yang tidak proporsional akan mempengaruhi kinerja perusahaan dalam jangka waktu panjang serta berimplikasi juga terhadap pendapatan serta nilai perusahaan. Tanda positif menunjukkan *bad news* sedangkan tanda negatif menunjukkan *good news* sehingga diduga sinyal laba kotor berpengaruh negatif dengan *return* saham.

Bukti mengenai pengaruh yang negatif antara sinyal ini dengan *earnings* telah diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997), Abarbanell dan Bushee (1998). Selain itu, hasil penelitian Suryaningrum (2000), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) menunjukkan bahwa sinyal laba kotor signifikan. Akan

tetapi, penelitian Chaeroni (2001) tidak berhasil menunjukkan bahwa laba kotor signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk sinyal laba kotor adalah:

H₄: Laba kotor berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Earnings per share (EPS) merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham bagi pemiliknya. Rasio ini merupakan perbandingan antara *earnings after tax* dengan jumlah lembar saham beredar. Informasi mengenai *earnings per share* penting bagi calon investor karena dapat memberikan gambaran mengenai bagaimana keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki saham suatu perusahaan dan untuk mengetahui bagaimana prestasi perusahaan tersebut dalam menghasilkan keuntungan baginya. Alasan pemilihan variabel ini sebagai salah satu variabel independen adalah karena semakin besar *earnings per share*, berarti semakin besar keuntungan yang akan diperoleh investor jika memegang saham tersebut. Hal ini tentu saja akan meningkatkan harga saham di pasar, karena besarnya nilai *earnings per share* ini akan membuat saham perusahaan semakin menarik untuk dimiliki atau dibeli. *Earnings per share* lebih diperhatikan oleh investor dalam melakukan analisis perubahan harga saham karena rasio tersebut lebih utama memberikan gambaran bagian keuntungan yang diperoleh untuk pemegang saham biasa (Munawir, 2002). Rasio ini penting artinya bagi investor karena besar kecilnya deviden yang dapat diperoleh sangat dipengaruhi oleh besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) dan Easton dan Haris (1991) menyimpulkan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif dengan *return* saham. Hasil penelitian Mulyono (2000) menunjukkan bahwa *earnings per share* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga dan *return* saham. Akan tetapi penelitian Yarnest (2003) tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel *earnings per share* signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk *earnings per share* adalah:

H₅: *Earnings per share* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Arus kas dari kegiatan operasi merupakan salah satu bentuk pengungkapan laporan keuangan dan mengandung informasi yang dapat digunakan oleh para investor untuk menilai kinerja perusahaan. Arus kas dari kegiatan operasi merupakan aliran kas yang berasal dari operasi perusahaan yang didapatkan dengan cara menjumlahkan antara *net operating income after tax* (NOPAT) dengan depresiasi (Brigham dan Houston, 2001). Ali (1994) menguji kandungan informasi inkremental arus kas dengan model linier dan nonlinier. Berdasarkan model linier, ditemukan bahwa arus kas operasi tidak memiliki kandungan informasi inkremental. Sedangkan dengan pengujian model nonlinier, ditemukan bukti empiris arus kas operasi mengandung informasi inkremental.

Penelitian yang dilakukan oleh Triyono dan Hartono (2000) yang mengatakan bahwa arus kas operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham. Hal senada juga dikemukakan oleh Gentry dkk. (1985) dalam Tandililin (2001) yang mengemukakan bahwa informasi aliran kas merupakan informasi penting untuk menilai kinerja perusahaan dan memprediksi kemungkinan kebangkrutan atau suksesnya perusahaan pada masa yang akan datang. Adanya peningkatan arus kas operasi untuk setiap tahunnya, akan memberikan sinyal positif kepada para investor karena dengan peningkatan arus kas maka berarti tersedia dana yang cukup untuk membiayai operasi perusahaan maupun untuk membiayai investasi. Hal ini akan memberikan sinyal yang positif kepada investor sehingga mereka tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut.

Penelitian Kananlua (2002), Pradhono dan Christiawan (2004), dan Witkowska (2006) menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Akan tetapi penelitian Dewi (2006) tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi signifikan. Berdasarkan uraian tersebut maka rumusan hipotesis untuk *operating cash flow* adalah:

H₆: *Operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Return on assets (ROA) merupakan salah satu rasio keuangan yang diperoleh dari laporan keuangan yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dan juga dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan (Ohlson, 1980). Sehingga dapat

dikatakan bahwa *return on assets* (ROA) merupakan alat ukur efisiensi dari suatu perusahaan dalam menciptakan laba dari total aktiva yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ROA yang diperoleh, maka semakin tinggi pula tingkat kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atas aktiva yang dimilikinya sehingga dengan adanya peningkatan laba akan berdampak pada kenaikan *return* saham.

Return on assets (ROA) merupakan rasio laba bersih terhadap total aktiva yang mengukur pengembalian atas total aktiva setelah bunga dan pajak (Brigham dan Houston, 2001). Selanjutnya *return on assets* dikatakan baik kalau ROA suatu perusahaan individu lebih tinggi dari ROA rata-rata industri atau dapat dikatakan bahwa ROA suatu perusahaan individu baik kalau terjadi peningkatan rasio ROA untuk setiap tahunnya. Dengan adanya perubahan ROA untuk setiap periode akan memberikan sinyal yang positif maupun sinyal yang negatif terhadap para investor. Apabila terjadi peningkatan ROA maka dapat ditafsirkan sebagai hal yang positif oleh para investor dan demikian pula sebaliknya. Penelitian yang dilakukan oleh Yarnest (2003) dan Witkowska (2006) menunjukkan hasil bahwa variabel *return on assets* mempunyai hubungan signifikan dengan *return* saham. Penelitian Sunarso (2003) tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel *return on assets* signifikan. Berdasarkan uraian tersebut maka rumusan hipotesis untuk variabel *return on assets* adalah sebagai berikut:

H₁: *Return on assets* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Pojok BEJ UGM, Pojok BEJ Universitas Islam Indonesia Yogyakarta, dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2002-2005. Jenis data yang dikumpulkan adalah berupa laporan keuangan 31 Desember, tanggal pengumuman laporan keuangan 31 Desember, frekwensi perdagangan saham dan data harga saham harian dari masing-masing perusahaan, serta indeks harga saham gabungan (IHSG) masing-masing perusahaan sampel.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur berdasarkan klasifikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Pemilihan sampel

dilakukan dengan cara *purposive random sampling*, artinya populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan kriteria yang sudah ditentukan oleh peneliti. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut 1) perusahaan manufaktur yang *listed* di BEJ tahun 2004-2005; 2) saham perusahaan yang menjadi sampel adalah aktif diperdagangkan selama periode pengamatan. Kriteria yang digunakan untuk memilih emiten yang sahamnya aktif diperdagangkan berdasarkan pada surat edaran PT Bursa Efek Jakarta No. SE-03/BEJ II-1/1/1994, yaitu apabila frekwensi perdagangannya selama 3 bulan sebanyak 75 kali atau lebih; dan 3) perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun selama 2002-2005 (laporan keuangan per 31 Desember 2002, 2003, 2004, dan 2005) secara berturut-turut.

Tahap pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah mengidentifikasi tanggal pengumuman laporan keuangan. Tahap kedua adalah menentukan *event window* atau periode pengamatan dimana reaksi harga saham terhadap pengumuman laporan keuangan akan diukur. *Event window* yang digunakan adalah selama 7 hari yaitu tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan (t_{-3} hingga t_{+3}). Tahap ketiga adalah 1) menghitung *return* saham sesungguhnya (*actual return*) harian masing-masing saham untuk periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; 2) menghitung *return* pasar (*expected return*) masing-masing saham selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; 3) menghitung *abnormal return* masing-masing saham yaitu selisih antara *actual return* dengan *expected return* dengan menggunakan *mean adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model* selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; 4) menghitung *cumulative abnormal return* (CAR) masing-masing saham selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; dan 5) menguji apakah benar-benar terjadi *abnormal return* selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan. Tahap keempat adalah melakukan

regresi antara variabel dependen dengan variabel independen.

Untuk menghitung *abnormal return* dalam penelitian ini digunakan tiga model yaitu *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*. Hasil ketiga model ini, digunakan untuk mengetahui model mana yang lebih baik digunakan untuk memprediksi *abnormal return*. Sedangkan untuk memperoleh *Cumulative Abnormal Return (CAR)* adalah merupakan penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan, dengan rumus sebagai berikut:

$$CAR_i = \sum_{t=3}^{t+3} AR_{it}$$

dimana:

CAR_i = *cumulative abnormal return* saham perusahaan i.

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada periode t.

Untuk menguji *cumulative abnormal return* tersebut dilakukan uji-t yang menguji hipotesis nol dengan rumus:

$$t = \frac{CAR_i}{KSE}$$

dimana:

t = t-hitung.

CAR_i = *cumulative abnormal return* perusahaan i.

KSE = kesalahan standar estimasi.

Apabila t-hitung > t-tabel, maka hipotesis nol ditolak, yang berarti terjadi *abnormal return* pada periode pengamatan.

Keterangan:

Tanda Δ menunjukkan suatu persentase perubahan variabel dari rata-ratanya 2 tahun yang lalu sebagai contoh: Δ Piutang dagang = ((piutang_t - E(piutang_t)) /

E (Piutang_t)). Sedangkan untuk menghitung nilai ekspektasi piutang atau ditulis E (piutang), dapat diperoleh dengan menggunakan *two-year averaging model* sebagai berikut: E(Piutang) = (Piutang_{t-1} +

Piutang_{t-2}) / 2. Cara perhitungan persentase perubahan pada variabel persediaan dan variabel laba kotor serta persentase perubahan penjualan sama dengan cara perhitungan persentase perubahan pada variabel piutang dagang.

Variabel kontrol merupakan variabel yang berfungsi untuk mengontrol variabel independen dan atau variabel dependen. Tujuan digunakannya variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu untuk menetralkan pengaruh variabel-variabel luar yang tidak perlu dan untuk menjembatani hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam penelitian ini menggunakan satu variabel kontrol yaitu *size* (ukuran perusahaan). Ukuran perusahaan yang digunakan adalah log natural (Ln) dari total aset.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh sinyal-sinyal fundamental terhadap *abnormal return*. Untuk menguji hipotesis

Tabel 1
Pengukuran Variabel Independen

Sinyal	Pengukuran
Piutang Dagang	Δ piutang dagang - Δ penjualan
Persediaan	Δ persediaan - Δ penjualan
Laba Kotor	Δ penjualan - Δ laba kotor
<i>Earnings per share (EPS)</i>	Δ EPS = $EPS_t - EPS_{t-1}$ / harga saham _{t-1}
<i>Operating Cash Flow (OCF)</i>	Δ (NOPAT + depresiasi)
<i>Return on Assets (ROA)</i>	Δ (EAT / total assets)

dilakukan dengan uji t. Model yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$CAR_i = a + b_1PD + b_2PERSD + b_3LK_i + b_4EPS_i + b_5OCF_i + b_6ROA_i + b_7Size_i + e_i$$

dimana:

- CAR_i = *cumulative abnormal return* pada perusahaan i.
- a = *intercept*.
- b₁ - b₇ = koefisien regresi.
- PD = nilai sinyal piutang dagang pada perusahaan i.
- PERSD = nilai sinyal persediaan pada perusahaan i.
- LK = nilai sinyal laba kotor pada perusahaan i.
- EPS = *earnings per share* pada perusahaan i.
- OCF = *operating cash flow* pada perusahaan i.
- ROA = *return on assets* pada perusahaan i.
- Size = ukuran perusahaan i.
- e = variabel pengganggu.

HASIL PENELITIAN

Dalam melakukan pengujian terhadap kandungan informasi dengan menggunakan *market model*, *mean adjusted model*, dan *market adjusted model*. Berdasarkan perhitungan ketiga model tersebut diperoleh *abnormal return* selama periode pengamatan dari masing-masing perusahaan yang dijadikan sampel. Penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan akan diperoleh *cumulative abnormal return (CAR)*. Dengan bantuan program SPSS untuk melakukan pengujian terhadap CAR,

dapat diketahui ada tidaknya kandungan informasi dari pengumuman laporan keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap *cumulative abnormal return (CAR)* selama periode pengamatan (selama 7 hari) diperoleh hasil bahwa *cumulative abnormal return* nilai tidak sama dengan nol. Hal ini ditunjukkan dengan t-hitung untuk *mean adjusted model* tahun 2004 signifikan pada level 1% dan *mean adjusted model* tahun 2005 yang signifikan pada level 10%. Sedangkan nilai t-hitung yang negatif pada *mean adjusted model* tahun 2004 menunjukkan bahwa kebanyakan perusahaan yang dijadikan sampel, harga sahamnya mengalami penurunan selama periode pengamatan. Berdasarkan hasil Tabel 2 menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan per 31 Desember mengandung informasi yang dapat digunakan oleh para investor dalam pengambilan keputusan untuk membeli atau menjual saham.

Reaksi positif maupun negatif pasar terhadap pengumuman laporan keuangan tercermin dari naik turunnya (*volatility*) volume transaksi perdagangan dan harga saham atau *abnormal return* sebelum, selama, dan sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan. Berdasarkan ketiga model untuk menghitung *abnormal return*, maka terlihat bahwa *market model* tahun 2004 dan 2005 serta *market adjusted model* tahun 2004 dan 2005 tidak memberikan informasi selama periode pengamatan karena t-hitung tidak signifikan.

Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 0,01 untuk *mean adjusted model* tahun 2004. Apabila nilai signifikansi masing-masing variabel independen kurang dari nilai signifikansi 0,01 berarti terjadi heteroskedastisitas atau varians errornya homokedastisitas. Namun apabila signifikansi variabel independen lebih dari 0,01 berarti tidak terjadi

Tabel 2
Hasil Pengujian CAR Dengan One Sample t-test

Model	Lap. Keuangan 31 Des. 2004			Lap. Keuangan 31 Des. 2005		
	Mean.	Std Dev.	t-hitg.	Mean.	Std Dev.	t-hitg.
<i>Market Model</i>	-0,020978	0,010677931	-1,389	0,01545542	0,070560303	1,549
<i>Mean Adjusted Model</i>	-0,041683	0,108398216	-2,719***	0,01914940	0,071680202	1,889*
<i>Market adjusted model</i>	-0,000855	0,093191675	-0,065	-0,002533	0,068113927	-0,263

Keterangan * sign pada level 10%
 *** sign pada level 1%

heteroskedastisitas. Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 menggunakan tingkat signifikansi 0,1. Apabila nilai signifikansi masing-masing variabel independen kurang dari nilai signifikansi 0,1 berarti terjadi heteroskedastisitas atau varians *error*nya homokedastisitas. Namun, apabila signifikansi variabel independen lebih dari nilai signifikansi 0,1 berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

Berdasarkan data pada hasil tampilan *output* SPSS uji Glejser Tabel 3 menunjukkan tidak adanya variabel independen yang memiliki signifikansi di bawah 0,01. Hal tersebut menunjukkan bahwa *varians error* dalam model regresi tersebut homoskedastisitas setelah mengeluarkan *outlier* dari 53 sampel hingga

menjadi 50 sampel akhir. Dengan demikian, model regresi berganda tersebut dapat digunakan untuk menguji variabel-variabel penelitian.

Berdasarkan data pada hasil tampilan *output* SPSS uji Glejser Tabel 4 menunjukkan tidak adanya variabel independen yang memiliki signifikansi di bawah 0,1. Hal tersebut menunjukkan bahwa *varians error* dalam model regresi tersebut homoskedastisitas setelah mengeluarkan *outlier* dari 53 sampel hingga menjadi 50 sampel akhir. Dengan demikian, model regresi berganda tersebut dapat digunakan untuk menguji variabel-variabel penelitian.

Untuk mendeteksi apakah antara variabel-variabel independen yang digunakan mempunyai kolinieritas yang tinggi atau tidak, maka dalam

Tabel 3
Hasil Uji Heteroskedastisitas *Mean Adjusted* Model Tahun 2004

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,424	1,276		0,333	0,741
PD	-0,279	0,176	-0,232	-1,584	0,121
PERSD	-0,346	0,253	-0,188	-1,369	0,178
LK	-0,177	0,074	-0,886	-2,380	0,022
EPS	-0,287	0,110	-0,982	-2,612	0,012
OCF	0,002	0,015	0,017	0,119	0,906
ROA	0,527	0,356	0,208	1,481	0,146
LnSize	0,011	0,046	0,030	0,231	0,819

a. Dependent Variable: resCAR

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas *Mean Adjusted* Model Tahun 2005

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2,476	1,562		1,585	0,120
PD	-0,172	0,164	-0,158	-1,048	0,301
PERSD	-0,284	0,229	-0,190	-1,236	0,223
LK	-0,019	0,029	-0,097	-0,646	0,522
EPS	0,118	0,095	0,236	1,241	0,222
OCF	0,004	0,002	0,313	1,631	0,110
ROA	-0,110	0,073	-0,242	-1,504	0,140
LnSize	-0,063	0,056	-0,183	-1,124	0,267

a. Dependent Variable: resCAR

penelitian ini menggunakan nilai *tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* < 0,10; maka terdapat multikolinieritas, sedangkan jika nilai VIF < 10, maka tidak terdapat multikolinieritas.

Berdasarkan data Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize lebih dari 0,10 dan nilai VIFnya lebih kecil dari 10. Dengan demikian, variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize tidak memiliki korelasi antarvariabel, sehingga menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize.

Berdasarkan data Tabel 6 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize lebih dari 0,10 dan nilai VIFnya lebih kecil dari 10. Dengan demikian, variabel PD, PERSD, LK,

EPS, OCF, ROA, LnSize tidak memiliki korelasi antarvariabel, sehingga menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize.

Untuk uji *Kolmogorov-Smirnov* pada penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 1% untuk *mean adjusted model* tahun 2004, sehingga jika probabilitas (*asympt sig*) lebih besar daripada signifikansi 0,01 maka data residual berdistribusi normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi. Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 menggunakan tingkat signifikansi 10%, sehingga jika probabilitas (*asympt sig*) lebih besar daripada signifikansi 0,1 maka data residual berdistribusi normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi. Hasil pengujian normalitas adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinieritas Mean Adjusted Model Tahun 2004

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	0,203	0,190		1,066	0,292		
PD	-0,002	0,026	-0,008	-0,073	0,942	0,784	1,275
PERSD	-0,054	0,038	-0,154	-1,427	0,161	0,890	1,124
LK	0,004	0,009	0,111	0,386	0,701	0,126	7,936
EPS	-0,013	0,016	-0,240	-0,813	0,421	0,119	8,402
OCF	0,013	0,002	0,646	5,675	0,000	0,803	1,246
ROA	0,103	0,053	0,214	1,939	0,059	0,852	1,173
LnSize	-0,009	0,007	-0,137	-1,324	0,193	0,970	1,031

a. Dependent Variable: CAR

Tabel 6
Hasil Uji Multikolinieritas Mean Adjusted Model Tahun 2005

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	0,247	0,173		1,428	0,161		
PD	-0,013	0,018	-0,099	-0,702	0,487	0,877	1,140
PERSD	-0,027	0,025	-0,155	-1,075	0,288	0,844	1,185
LK	0,005	0,003	0,198	1,412	0,165	0,891	1,122
EPS	-0,007	0,010	-0,120	-0,676	0,503	0,553	1,809
OCF	0,001	0,000	0,392	2,189	0,034	0,544	1,838
ROA	-0,011	0,008	-0,205	-1,364	0,180	0,774	1,293
LnSize	-0,008	0,006	-0,206	-1,356	0,182	0,756	1,323

a. Dependent Variable: CAR

Tabel 7
Hasil Uji Normalitas *Mean Adjusted Model Tahun 2004*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Standardized Residual
N		50
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,92582010
Most Extreme Differences	Absolute	0,092
	Positive	0,092
	Negative	-0,057
Kolmogorov-Smirnov Z		0,647
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,796

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Tabel 8
Hasil Uji Normalitas *Mean Adjusted Model Tahun 2005*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Standardized Residual
N		50
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,92582010
Most Extreme Differences	Absolute	0,108
	Positive	0,108
	Negative	-0,077
Kolmogorov-Smirnov Z		0,764
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,604

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan Tabel 7 menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar daripada 0,01 atau tidak signifikan.

Berdasarkan Tabel 8 menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar daripada **0,1 atau tidak signifikan.**

Tabel 9
Hasil Analisis Regresi Berganda Mean Adjusted Model 2004

<i>Mean Adjusted Model Tahun 2004</i>	Koefisien	Nilai t	Sig t
Konstanta		1,066	0,292
PD	-0,008	-0,073	0,942
PERSD	-0,154	-1,427	0,161
LK	0,111	0,386	0,701
EPS	-0,240	-0,813	0,421
OCF	0,646	5,675	0,000***
ROA	0,214	1,939	0,059*
Ln Size	-0,137	-1,324	0,193

N = 50

Adj R² = 0,491

F = 7,754

Sig = 0,000

Keterangan:

* sig 10%

*** sig 1%

Tabel 10
Hasil Analisis Regresi Berganda Mean Adjusted Model 2005

<i>Mean Adjusted Model Tahun 2005</i>	Koefisien	Nilai t	Sig t
Konstanta		1,428	0,161
PD	-0,099	-0,702	0,487
PERSD	-0,155	-1,075	0,288
LK	0,198	1,412	0,165
EPS	-0,120	-0,676	0,503
OCF	0,392	2,189	0,034*
ROA	-0,205	-1,364	0,180
Ln Size	-0,206	-1,356	0,182

N = 50

adj R² = 0,145

F = 2,187

Sig = 0,055

Keterangan:

* sig 10%

*** sig 1%

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel piutang dagang memiliki nilai signifikansi sebesar 0,942 dan nilai koefisien korelasi -0,008. Dengan menggunakan *level alpha* 1%, nilai piutang dagang lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,942 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah -0,073 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan piutang dagang memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa piutang dagang berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel piutang dagang memiliki nilai signifikansi sebesar 0,487 dan

nilai koefisien korelasi $-0,099$. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai PD lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,487 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-0,702$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $1,676$ pada *level alpha* 10%, menunjukkan piutang dagang memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa piutang dagang berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis kedua (H_2) ditolak dan mengindikasikan bahwa informasi piutang dagang tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hal tersebut disebabkan investor belum memiliki kesadaran tinggi untuk menggunakan informasi piutang dagang tersebut, sehingga informasi piutang dagang tidak dipertimbangkan oleh pihak investor dalam membeli maupun menjual saham.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993) maupun Abarbanell dan Bushee (1997) yang menunjukkan bahwa variabel piutang dagang berpengaruh negatif dengan *abnormal return*. Tetapi penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) yang tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal piutang dagang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan jenis informasi yang digunakan di Indonesia untuk mengambil keputusan dalam membeli atau menjual saham tidak sama dengan jumlah dan jenis informasi yang digunakan oleh para investor yang ada luar negeri.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel persediaan memiliki nilai signifikansi sebesar $0,161$ dan nilai koefisien korelasi $-0,154$. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai persediaan lebih besar dari tingkat signifikansinya atau

$0,161 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi, dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-1,427$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $2,678$ pada *level alpha* 1%, menunjukkan persediaan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel persediaan memiliki nilai signifikansi sebesar $0,288$ dan nilai koefisien korelasi $-0,155$. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai persediaan lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,288 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-1,075$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $1,676$ pada *level alpha* 10%, menunjukkan persediaan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis ketiga (H_3) ditolak, yang mengindikasikan bahwa informasi persediaan tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hal tersebut disebabkan investor belum memiliki kesadaran tinggi untuk menggunakan informasi persediaan tersebut, sehingga informasi persediaan tidak dipertimbangkan oleh pihak investor dalam membeli maupun menjual saham.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993) maupun Abarbanell dan Bushee (1997) yang menunjukkan bahwa variabel persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Tetapi penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) yang tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal persediaan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan jenis informasi

yang digunakan di Indonesia untuk mengambil keputusan dalam membeli atau menjual saham tidak sama dengan jumlah dan jenis informasi yang digunakan oleh para investor luar negeri.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 seperti yang tampak pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel laba kotor memiliki nilai signifikansi sebesar 0,701 dan nilai koefisien korelasi 0,111. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai laba kotor lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,701 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 0,386 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan laba kotor memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa laba kotor berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel laba kotor memiliki nilai signifikansi sebesar 0,165 dan nilai koefisien korelasi 0,198. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai laba kotor lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,165 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 1,412 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan laba kotor memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa laba kotor berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis keempat (H_4) ditolak. Hal ini kemungkinan disebabkan karena secara umum variabel laba kotor merupakan indikator yang kurang kuat dalam menunjukkan hubungan antara harga input dan harga output dibandingkan laba bersih. Hubungan yang ada tersebut disebabkan oleh beberapa faktor diantaranya intensitas persaingan dan adanya hubungan antara biaya tetap dan biaya variabel (Lev dan Thiagarajan, 1993). Selain itu kemungkinan

dapat disebabkan karena kegagalan investor sendiri dalam menginterpretasikan sinyal yang ada. Hal ini berkaitan dengan ketidakefisienan investor dalam penggunaan informasi sehingga mempengaruhi reaksi investor tersebut terhadap suatu saham. Adanya variabel-variabel makro ekonomi yang digunakan para investor seperti inflasi, pendapatan per kapita, juga memiliki pengaruh yang tidak kalah pentingnya dibandingkan variabel-variabel fundamental dalam memprediksi laba pada masa yang akan datang (Abarbanell dan Bushee, 1997).

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997), Suryaningrum (2000), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) yang menemukan bahwa pengaruh laba kotor terhadap *abnormal return* adalah signifikan. Akan tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaeroni (2001) yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara sinyal laba kotor dengan *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *earnings per share* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,421 dan nilai koefisien korelasi -0,240. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai *earnings per share* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,421 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah -0,813 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan *earnings per share* memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel variabel *earnings per share* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,503 dan nilai koefisien korelasi -0,120. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *earnings per share* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,503 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah -0,676 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan

earnings per share memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan *earnings per share* memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H_4) ditolak. Hal ini disebabkan karena biasanya investor langsung melihat *earnings* yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan yang dipublikasi sehingga *earnings* memiliki dampak positif terhadap kinerja saham karena apabila semakin besar *earnings*, berarti semakin besar pula keuntungan yang nantinya akan diperoleh investor jika memegang saham tersebut. *Earnings per share* ini penting artinya bagi pihak investor karena besar kecilnya deviden yang akan diperoleh sangat dipengaruhi oleh besar kecilnya laba yang diperoleh pihak perusahaan (Munawir, 2002).

Akan tetapi perlu dipahami juga oleh investor bahwa *earnings* yang tinggi belum tentu mencerminkan kondisi yang menguntungkan pada periode berikutnya. Hal ini kemungkinan disebabkan karena dalam laporan keuangan untuk akun laba usaha dan akun-akun sebelumnya seperti beban usaha, laba kotor, harga pokok penjualan, dan penjualan dapat dikendalikan oleh manajemen, sedangkan untuk akun-akun setelah laba usaha tidak dapat dikendalikan oleh manajemen. Sehingga laba yang diperoleh tidak selalu mencerminkan kinerja manajemen yang sesungguhnya pada periode tersebut.

Selain itu, adanya tingkat kepercayaan yang rendah oleh investor terhadap laba yang dilaporkan oleh perusahaan, karena kemungkinan terjadi indikasi manipulasi laba. Hal tersebut berpengaruh pada hasil pengujian mengenai pengaruh *earnings per share* terhadap *abnormal return*. Permasalahan yang akan timbul dalam pelaporan *earnings* erat hubungannya dengan adanya kemungkinan adanya konflik kepentingan antarinvestor sebagai pengguna laporan keuangan, dan pihak manajemen sebagai penyaji laporan keuangan. Investor pastinya menginginkan pelaporan *earnings* yang sebenarnya karena nantinya akan digunakan sebagai sumber informasi dalam pengambilan keputusan. Akan tetapi di pihak lain,

manajemen menginginkan pelaporan *earnings* dibuat sebaik mungkin sehingga akan menunjukkan bahwa perusahaan selalu memperoleh keuntungan, yang juga akan menunjukkan kinerja manajemen yang baik pula (Tandelilin, 2001).

Faktor lain yang menyebabkan variabel *earnings per share* tidak signifikan adalah disebabkan karena rata-rata tingkat keuntungan perusahaan relatif masih kecil, terlihat dari *earnings per share* perusahaan selama periode penelitian banyak yang masih bertanda negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam analisis investasi tidak didominasi lagi oleh komponen-komponen *earnings* (pendekatan analisis fundamental), tetapi juga didominasi oleh variabel-variabel lain yaitu faktor-faktor non fundamental seperti faktor makro ekonomi, nilai tukar rupiah, tingkat inflasi, tingkat bunga, faktor politik dan keamanan. Tidak kondusifnya kondisi ekonomi, politik maupun keamanan dunia usaha sehingga usaha tidak dapat berjalan baik dan mengakibatkan perusahaan akan merugi dan tidak mampu untuk memberikan deviden bagi pemegang saham (Yarnest, 2003).

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) serta Easton dan Harris (1991) yang menunjukkan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif dengan *return saham*. Penelitian ini juga tidak sesuai dengan hasil penelitian Mulyono (2000) yang menunjukkan bahwa variabel *earnings per share* berhubungan positif signifikan dengan harga dan *return saham*. Tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Yarnest (2003) yang menunjukkan bahwa variabel *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *return saham* dan memiliki arah negatif terhadap *return saham*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *operating cash flow* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai koefisien korelasi 0,646. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai *operating cash flow* lebih kecil dari tingkat signifikansinya atau $0,000 < 0,01$ yang menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 5,675 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan *operating cash flow* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnor-*

mal return. Dengan demikian, penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keenam (H_6) yang menyatakan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *operating cash flow* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,034 dan nilai koefisien korelasi 0,392. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *operating cash flow* lebih kecil dari tingkat signifikansinya atau $0,034 < 0,1$ yang menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 2,189 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan *operating cash flow* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keenam (H_6) yang menyatakan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return* dan *operating cash flow* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H_4) diterima. Hal ini disebabkan karena *operating cash flow* merupakan informasi penting yang digunakan untuk menilai kinerja dan memprediksi kemungkinan kebangkrutan maupun sukses tidaknya perusahaan pada masa yang akan datang karena informasi *operating cash flow* dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam bagi investor mengenai perubahan nilai saham yang akan terjadi (Gentry dkk, 1985) dalam (Tandelilin, 2001). Investor lebih membutuhkan informasi *operating cash flow* karena dianggap merupakan indikator keuangan yang lebih baik dibandingkan dengan laba karena *operating cash flow* lebih sulit dimanipulasi oleh manajemen dibandingkan dengan laba (Bowen *et.al*, 1996) dalam (Susanto dan Siregar, 2005). Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan luar

(Pradhono dan Christiawan, 2004). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Triyono dan Hartono (2000), Kananlua (2002), Pradhono dan Christiawan (2004), dan Witkowska (2006) yang menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *return on assets* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,059 dan nilai koefisien korelasi 0,214. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *return on assets* lebih kecil dari tingkat signifikansinya atau $0,059 < 0,1$ yang menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 1,939 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan *return on assets* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis ketujuh (H_7) yang menyatakan bahwa *return on assets* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan *return on assets* akan berdampak pada peningkatan harga saham. *Return on assets* yang semakin tinggi menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang ada untuk menghasilkan laba, sehingga semakin tinggi rasio ini menggambarkan tingkat efisiensi yang tinggi pula dari perusahaan. Investor lebih banyak memperhatikan variabel *return on assets* sebagai alat ukur kinerja keuangan perusahaan yang dominan dalam memprediksi saham pada masa yang akan datang. Pengaruh positif menunjukkan bahwa informasi kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on assets* memiliki kandungan informasi yang artinya informasi tersebut akan dimanfaatkan investor dalam pengambilan keputusan investasi (Yarnest, 2003). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Yarnest (2003) dan Witkowska (2006) yang menunjukkan hasil bahwa variabel *return on assets* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *return on assets* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,180 dan nilai koefisien korelasi -0,205. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *return on assets*

lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,180 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa *return on assets* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-1,364$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $1,676$ pada *level alpha* 10%, menunjukkan *return on assets* memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*.

Hal ini disebabkan karena penggunaan rasio *return on assets* yang cenderung hanya memperhatikan aspek laba, sehingga berakibat pada ketidakakuratan tingkat laba yang diperoleh karena tidak memasukkan semua unsur dalam laporan laba rugi dan neraca perusahaan (Poeradisastra, 2001). Apabila suatu perusahaan tidak dapat memanfaatkan aktiva yang dimiliki untuk memaksimalkan laba maka perusahaan cenderung akan memperoleh laba yang kecil yang nantinya akan menghambat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa yang akan datang.

Analisis dengan menggunakan rasio *return on assets* menggunakan data akuntansi yang tidak pernah terlepas dari adanya estimasi-estimasi yang dapat menimbulkan distorsi, sehingga pengukuran dengan rasio *return on assets* tidak dapat mengukur kinerja perusahaan dengan akurat. Selain itu kemungkinan lain dapat disebabkan karena *return on assets* yang positif tidak diikuti oleh *return* saham yang positif pula. Hal ini kemungkinan menunjukkan bahwa *return on assets* ini tidak terlalu mendasari para investor dalam menilai kinerja perusahaan, sehingga walaupun *return on assets* positif tidak berpengaruh terhadap kenaikan *abnormal return*. Dimana salah satu pembentuk *abnormal return* yaitu *return* saham. Disamping itu *return on assets* bukan cerminan kinerja pada masa yang akan datang, melainkan hanya evaluasi kinerja sebelumnya karena analisis tersebut mengacu pada kondisi perusahaan tahun lalu. Kinerja perusahaan dapat berubah pada tahun berjalan, sementara terdapat investor yang lebih mementingkan bagaimana prospek atau kinerja perusahaan pada masa yang akan datang. Konsep *return on assets* bertumpu pada keyakinan bahwa investor mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengambil keputusan untuk membeli atau menjual saham tertentu padahal pengaruh faktor lain sebagai penentu harga saham sering kali lebih dominan. Jadi harga saham di pasar cenderung terbentuk karena faktor-faktor lain seperti sentimen

pasar, spekulasi atau faktor lainnya (Rousan dan Mike, 1997) dalam Sunarso (2003). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarso (2003) yang menunjukkan bahwa *return on assets* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dan memiliki arah hubungan yang negatif.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *Ln Size* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,193$ dan nilai koefisien korelasi $-0,137$. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai *Ln size* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,193 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa *Ln size* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *Ln size* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,182$ dan nilai koefisien korelasi $-0,206$. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *Ln size* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,182 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa *Ln size* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang dikemukakan sebelumnya, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut 1) hasil pada pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan perusahaan per 31 Desember merupakan faktor fundamental yang mempunyai kandungan informasi bagi para investor. Hal ini dapat ditunjukkan dengan terdapatnya *cumulative abnormal return* (CAR) yang signifikan dengan menggunakan *mean adjusted model* selama periode pengamatan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968), Ariff dan Johnson (1990); 2) hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis kedua (H_2) ditolak, yang mengindikasikan bahwa informasi piutang dagang tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil

penelitian yang dilakukan oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006); 3) hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian maka hipotesis ketiga (H_3) ditolak, yang mengindikasikan bahwa informasi persediaan tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006); 4) hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H_4) ditolak, yang mengindikasikan bahwa terdapat banyak faktor lain seperti intensitas persaingan dan hubungan antara biaya tetap dan biaya variabel, sehingga indikator ini kurang kuat menunjukkan hubungan antara harga input dan harga output dibandingkan laba bersih. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Chaeroni (2001); 5) hasil pengujian hipotesis kelima menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis kelima (H_5) ditolak yang mengindikasikan bahwa adanya kepercayaan yang rendah dari para investor terhadap *earnings* perusahaan karena sangat rentan terhadap manipulasi laba. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Yarnest (2003); 6) hasil pengujian hipotesis keenam menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis keenam (H_6) diterima, yang mengindikasikan bahwa informasi *operating cash flow* dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam bagi investor mengenai perubahan nilai saham yang akan terjadi dan investor lebih membutuhkan informasi *operating cash flow* karena dianggap merupakan indikator keuangan yang lebih baik dibandingkan dengan laba karena *operating cash flow* lebih sulit dimanipulasi oleh manajemen dibandingkan dengan laba. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Triyono dan Hartono (2000), Kananlua (2002),

Pradhono dan Christiawan (2004), dan Witkowska (2006); 7) hasil pengujian hipotesis ketujuh menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis keenam (H_7) diterima, yang mengindikasikan bahwa ROA yang semakin tinggi menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang ada untuk menghasilkan laba. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Yarnest (2003) dan Witkowska (2006). Untuk *mean adjusted model* tahun 2005 variabel *return on assets* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*; dan 8) *size* (ukuran perusahaan) menunjukkan bahwa tidak mempunyai pengaruh terhadap *abnormal return*.

Saran

Penelitian ini masih banyak memiliki keterbatasan-keterbatasan, yaitu 1) dalam penelitian ini hanya memfokuskan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sehingga tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi; (2) penelitian ini hanya menggunakan enam variabel fundamental dan satu variabel kontrol, sedangkan *abnormal return* dapat dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini; (3) sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya 50 perusahaan manufaktur masing-masing untuk tahun 2004 dan 2005 karena banyaknya perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak aktif selama periode pengamatan dan datanya tidak lengkap; (4) faktor-faktor ekonomi makro seperti inflasi, tingkat bunga, kebijakan pemerintah tidak dipertimbangkan dalam penelitian ini yang dapat mempengaruhi cara perusahaan dalam melakukan bisnis sehingga akan mempengaruhi hasil penelitian ini; dan (5) penelitian ini tidak memisahkan (membedakan) antara perusahaan yang memiliki *abnormal return* yang positif dengan yang memiliki *abnormal return* yang negatif selama periode pengamatan.

Penelitian mendatang hendaknya 1) menambahkan variabel fundamental lainnya yang dianggap memiliki pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan; 2) mempertimbangkan untuk melakukan pengujian dengan sampel perusahaan di luar perusahaan manufaktur untuk generalisasi hasil

penelitian; 3) menggunakan data harga saham selain data harian, misalnya menggunakan data harga saham mingguan atau bulanan; (4) menggunakan kriteria yang berbeda untuk memilih sampel perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan, misalnya menggunakan perusahaan-perusahaan LQ 45.

DAFTAR PUSTAKA

- Abarbanell, J dan Bushee. (1997), "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices", *Journal of Accounting Research* 35, Spring: 1-24.
- Abarbanell, J dan Bushee. (1998), "Abnormal Return to a Fundamental Analysis Strategy", *Accounting Review* 73, January: 19-45.
- Ali, Ashig. (1994), "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation and Cash Flows", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No.1, p. 61-73.
- Ariff, Mohamad dan Johnson, Lester W. (1990), "*Securities Markets And Stock Pricing: Evidence From a Developing Capital Market in Asia*", Longman.
- Ball, R., dan Brown, P. (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6 (Autumn), p.178.
- Ball, R and P. Kothari. (1991), "Security Return Around Earnings Announcement", *Accounting Review* 9(1):3-18.
- Bamber, Linda S. (1986), "The Information Content of Annual Earning Release: A Trading Volume Approach", *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 No. 1, Spring p.40-56.
- Beaver, W., (1968), "The Information Content of Annual Earning Announcements: Empirical Research in Accounting", *Journal of Accounting Research*, 6 p.67-92.
- Bernard, V, and Thomas. (1989), "Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium", *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1-36.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2001), "*Fundamental of Financial Management*", Ninth Edition, Harcourt, Inc.
- Chaeroni (2001), "Penaksiran *Abnormal Return* Dengan Fundamental Analisis :Studi Atas Saham-Saham Yang Diperdagangkan Di Bursa Efek Jakarta Periode 1996-1999", *Thesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Chan, Louis, K. C., Hamao, Yasushi dan Lakonishok, Joseph (1991), "Fundamental and Stock Return in Japan", *Journal of Finance*, Vol. XLVI no.5 p.1739-1763.
- Chambers, A., dan Penman, S. (1984), "Timeless of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, 21, p.21-47.
- Dewi (2006), "Hubungan Sinyal-Sinyal Fundamental dengan Harga Saham", *Thesis*. Program Pasca Sarjana STIE YKPN, Yogyakarta.
- Easton, P.D. dan T.S. Harris, (1991), "The Relative Information Content of The Release of Financial Results Data by Firm", *Journal of Accounting Research*, p. 521-529.
- Fama, E.F. (1970), "Efficiency Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* (May) p. 387-417.
- Ghozali, Imam. (2005), "Analisis Multivariate dengan SPSS". Edisi 4. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Holthausen, R.W dan D.F. Larcker. (1992), "The Prediction of Stock returns Using Financial Statement Information", *Journal of Accounting and Economics* 15: 373-411.

- Husnan, Suad; Hanafi, Mamduh M., dan Wibowo, Amin (1996), "Dampak Pengumuman Laporan keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham Dan variabilitas Tingkat keuntungan". *Kelola*, No.11/V, p. 110-125.
- Jogiyanto, H.M. (2000), "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", BPFE-Yogyakarta.
- Kananlua, (2002), "Analisis Fundamental Sebagai Sinyal Terhadap *Abnormal Return*", *Thesis S-2*; Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Lev, B., dan S.R. Thiagarajan. (1993), "Fundamental Information Analysis", *Journal of Accounting Research* 31. Autumn: 190-215.
- Lipe, Robert C. (1986), "The Information Contained in the Components of Earning", *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 No. 1, Supplement p.37-64.
- Mulyono, Sugeng., (2000), "Pengaruh EPS dan Tingkat Bunga Terhadap Harga Saham", *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 1, No. 2, p. 99-116.
- Munawir, S., (2002), "*Analisis Informasi keuangan*", Edisi Pertama, Liberty, Yogyakarta.
- Ohlson, James, A. (1980), "Financial Ratio and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting research*, Vol. 18 no.1 Spring, p. 512-534.
- Ou, J., dan Penman. (1989a), "financial Statement Analysis and Prediction of Stock Return", *Journal of Accounting and Economics* 11. November: 295-330.
- Ou, Jane, A., (1990), "The Information Content of Non Earnings Accounting Numbers as Earnings Predictors", *Journal of Accounting research*, Vol. 28, No. 1, p. 392-411.
- Penman, S.H. (2001), "Financial Statement Analysis and Security Valuation", New York: Mc Graw-Hill, Inc.
- Poeradisatra, T., (2001), "Menelanjangi Kinerja Manajemen", *Swa*, No. 20/ XVII, Oktober.
- Pradhono, dan Christiawan, Y.J. (2004), "Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings, Dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Yang Diterima Oleh Pemegang Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta)", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.6 No. 2 (Nopember): 140-166.
- Quirin, J.J., and A. Allen. (2000), "The Effect of Earnings Permanence on Fundamental Information Analysis", *Journal of Business*, Vol. 36, No. 4, p. 149-165.
- Sharpe, W.F. (1995), *Investment*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs.
- Sunarso (2003), "Pengaruh ROA dan EVA terhadap *return saham*", *Thesis S-2*; Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sloan, R. (1996), "Do Stock Prices Fully Impound Information in Accruals About Future Earnings", *The Accounting Review*, 71 (July), p.289-315.
- Suryaningrum, Anik (2000), "Abnormal Return Dengan Strategi Analisis Fundamental", *Thesis S-2*; Program Pasca Sarjana. Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Susanto, D., dan Siregar, B. (2005), "Peran Saling Melengkapi Laba Dan Arus Kas Operasi Dalam Menjelaskan Variasi *Return Saham*", *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*. Vol. 16 No. 2 (Agustus): 93-106.
- Tandelilin, E. (2001), "*Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*", Edisi Pertama, BPFE-Yogyakarta.

Triyono, dan J. Hartono (2000), “Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return saham”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*; Vol. 3 No. 1, Januari: hal 54-68.

Witkowska (2006),”Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange”, The application of panel data models”, *Working paper* No.4-06.

Yarnest (2003), “Kinerja Keuangan *Return Saham* di Bursa Efek Surabaya”, *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*.