

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

#### **II.1 Efisiensi Pasar**

Pasar yang efisien adalah pasar yang bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia di pasar (Hartono, 2009). Jika suatu informasi baru yang relevan dengan suatu sekuritas masuk ke pasar, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari sekuritas yang bersangkutan. Akibatnya, kemungkinan akan terjadi pergeseran harga ekuilibrium sekuritas ke harga ekuilibrium sekuritas yang baru. Harga ekuilibrium sekuritas tersebut akan bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*), yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia.

##### **II.1.1 Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar**

Menurut Hartono (2009), bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi

(*informationally efficient market*). Sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

1. Efisiensi Pasar secara Informasi

Fama (1970) dalam Hartono (2009), menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang dipublikasikan, dan informasi privat.

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Efisiensi pasar bentuk lemah merupakan pasar yang harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat adalah pasar yang harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini.

- 1) Informasi yang dipublikasikan hanya mempengaruhi harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan perusahaan tersebut. Informasi ini tercermin dalam pengumuman perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*), misalnya pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan, dan lain sebagainya.
- 2) Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi harga sekuritas beberapa perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga sekuritas perusahaan yang tercantum dalam peraturan itu. Contohnya, regulasi meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung tidak hanya pada harga sekuritas sebuah bank saja, akan tetapi mungkin akan mempengaruhi harga sekuritas semua emiten industri perbankan.
- 3) Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten, misalnya peraturan mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini tidak hanya akan mempunyai dampak ke harga sekuritas

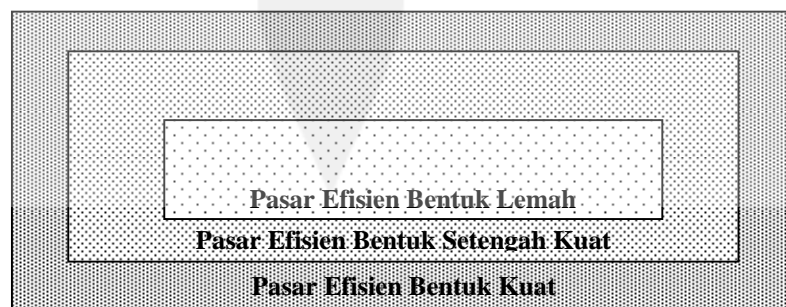
sebuah perusahaan atau beberapa perusahaan di suatu industri, akan tetapi mungkin akan berdampak langsung kepada semua perusahaan.

Jika pasar efisien bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor ataupun grup investor yang dapat menggunakan informasi dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dapat dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga sekuritasnya mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia di pasar, termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual ataupun grup investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena memiliki informasi privat.

Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan secara kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat, seperti terlihat pada Gambar II.1. Tingkatan kumulatif ini memiliki implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat juga adalah pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya.



Gambar II.1. Tingkatan Kumulatif Pasar Efisien

## 2. Efisiensi Pasar secara Keputusan

Efisiensi pasar ditentukan dari bagaimana para pelaku pasar bereaksi setelah menginterpretasi informasi yang ada. Untuk informasi yang tidak perlu diolah lebih lanjut, seperti pengumuman laba, pelaku pasar dapat dengan mudah menginterpretasikan berita tersebut sebagai kabar baik atau kabar buruk. Jika laba meningkat dari laba periode sebelumnya, maka dapat diartikan sebagai kabar baik, dan jika laba menurun dapat diartikan sebagai kabar buruk. Di samping itu, terdapat informasi yang masih perlu diolah lebih lanjut, sebagai contoh informasi tentang pengumuman merger oleh suatu perusahaan emiten. Dampak pengumuman ini tidak langsung terlihat pada waktu pengumuman karena dibutuhkan waktu yang lebih lama untuk menginterpretasi apakah kabar ini merupakan kabar baik atau buruk. Oleh karenanya, untuk mengolah informasi ini dengan benar diperlukan pelaku pasar yang canggih (*sophisticated*). Jika hanya sebagian pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini dapat menikmati keuntungan tidak normal karena mereka dapat menginterpretasi dengan lebih benar dibandingkan pelaku pasar yang tidak canggih (*naïve*). Hartono (2009) menyebut efisiensi pasar secara keputusan terjadi jika semua informasi tersedia dan semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan dengan canggih.

## II.2 Hubungan antara Laba dengan Reaksi Pasar

Dalam bentuk efisiensi pasar bentuk setengah kuat, pasar dikatakan efisien jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang

dipublikasikan, termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten, salah satunya adalah informasi laba.

Laba secara ekonomi diartikan sebagai kenaikan dari kekayaan bersih atau modal (aktiva dikurangi hutang-hutang) dalam jangka waktu tertentu. Dengan kata lain laba merupakan kekayaan bersih riil yang dapat dibagikan kepada para pemilik perusahaan pada akhir periode, tanpa mengakibatkan berkurangnya jumlah kekayaan bersih yang ada pada awal periode yang bersangkutan. Namun, perhitungan yang demikian tidak menyajikan informasi secara terperinci tentang faktor-faktor yang mempengaruhi besar-kecilnya laba(rugi) tersebut. Sebaliknya di dalam akuntansi, penentuan laba periodik didasarkan pada transaksi-transaksi yang sesungguhnya terjadi sehingga menimbulkan pendapatan dan biaya-biaya sebagai elemen-elemen yang membentuk laba(rugi) periodik (Prakoso, 2005).

Laba merupakan parameter kinerja perusahaan yang mendapat perhatian utama dari pemakai laporan keuangan (Krismassari, 2009). Investor mengukur kinerja perusahaan berdasarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan. Laba adalah indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya bagi para kreditor. Selanjutnya, laba juga sering digunakan sebagai dasar untuk pengenaan pajak, kebijakan dividen, pedoman investasi, serta pengambilan keputusan (Harnanto, 2003 dalam Krismassari, 2009). Laba atau rugi sering dimanfaatkan sebagai ukuran untuk menilai prestasi perusahaan atau sebagai dasar penilaian ukuran yang lain, seperti laba per lembar saham.

EPS menunjukkan hak atas laba yang diperoleh perusahaan untuk setiap lembar saham yang beredar pada periode tersebut. Informasi EPS penting bagi investor ataupun calon investor karena dapat memberikan gambaran mengenai besarnya keuntungan yang dapat diperoleh dalam satu periode tertentu dengan memiliki saham suatu perusahaan. Selain itu, melihat posisi pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, EPS menunjukkan bagaimana prestasi perusahaan tersebut dalam menghasilkan keuntungan baginya.

Jika EPS meningkat maka permintaan akan saham akan naik karena investor akan menilai kinerja perusahaan tersebut baik. Permintaan saham yang naik dan jumlah saham beredar yang tetap, menyebabkan harga saham tersebut naik. Perubahan harga tersebut akan meningkatkan return saham yang berupa *capital gain*. Demikian juga sebaliknya, jika EPS turun maka permintaan pasar terhadap saham tersebut akan turun. Apabila permintaan saham menurun sedangkan jumlah saham yang ditawarkan tetap maka harga saham akan turun. Perubahan harga tersebut menunjukkan penurunan return saham. Perubahan EPS akan mempengaruhi reaksi pasar yang ditunjukkan dengan berubahnya return saham terhadap return yang diperkirakan oleh investor perusahaan tersebut. Selisih return sesungguhnya yang terjadi dengan return yang diharapkan (return ekspektasian) disebut *abnormal return*.

### **II.3 Hubungan Perubahan Hari Pengumuman Laba Terhadap Reaksi**

Pengumuman laba, termasuk laba per lembar saham suatu perusahaan sangat mempengaruhi reaksi pasar dalam menilai harga sekuritas perusahaan

emiten tersebut di pasar modal. Akan tetapi, Gennotte dan Trueman (1996) dalam Truong (2006), menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap informasi laba akan berbeda-beda tergantung pada waktu pengumuman laba tersebut diluncurkan ke pasar. Terdapat dua prediksi empiris berkaitan dengan hal tersebut. Pertama, reaksi harga saham terhadap pengumuman laba menurun setelah waktu perdagangan berakhir atau pada akhir minggu. Hal ini dibuktikan oleh penelitian DellaVigna dan Pollet(2009). Mereka menemukan bahwa

*Friday announcements have a 15% lower immediate response and a 70% higher delayed response. A portfolio investing in differential Friday drift earns substantial abnormal returns. In addition, trading volume is 8% lower around Friday announcements. These findings support explanations of post-earnings announcement drift based on underreaction to information caused by limited attention(DellaVigna dan Pollet, 2009)*

Pengumuman berita pada hari Jumat memiliki respon segera yang lebih kecil 15% dan respon tertunda sebesar 70% dibandingkan dengan pengumuman pada hari lainnya. Volume perdagangan juga lebih rendah 8% pada hari Jumat. Dari penelitian ini, dapat diketahui bahwa pasar memiliki reaksi yang lebih rendah pada hari Jumat. Hal ini terjadi karena hari libur pada akhir minggu akan mengalihkan perhatian investor dan menurunkan kualitas pengambilan keputusan, sehingga respon segera atas *earning surprise* hari Jumat tidak sebesar hari lainnya(DellaVigna dan Pollet, 2009).

Kedua, manager perusahaan lebih memilih untuk mengumumkan laba yang memiliki dampak buruk terhadap nilai saham perusahaan setelah pasar ditutup untuk menghindari reaksi pasar yang tidak diharapkan. Hipotesis ini disebut sebagai hipotesis penetapan waktu pengungkapan strategis (*strategic disclosure timing hypothesis*). Perusahaan dengan sengaja menetapkan waktu pengumuman



berita kepada publik untuk mengambil keuntungan akan kurangnya respon pasar saat itu. Manager bertindak berdasarkan persepsi bahwa akhir jam perdagangan serta akhir minggu memiliki respon yang lebih kecil dibandingkan dengan waktu lainnya. Mereka mengumumkan berita perusahaan pada saat tersebut dengan tujuan untuk membiaskan informasi dan mengurangi reaksi negatif yang mungkin timbul. Doyle dan Magilke (2009) menyatakan bahwa

*While the empirical finding that worse news is disclosed in earnings announcements released after the market closes and/or on Fridays is well documented, the reasons behind this pattern are still unclear. One possibility, which is consistent with conventional wisdom in many disciplines and alluded to in several papers (Patell and Wolfson 1982; Penman 1987; Damodaran 1989), is that managers are opportunistically timing their announcements of bad news to take advantage of reduced media coverage and investor attention at the end of the business day and/or on the weekend. In other words, managers are “hiding” bad news by releasing the news during periods of investor inattention in order to mitigate the negative market reaction. Throughout the rest of the paper we refer to this as the opportunism hypothesis. Patell and Wolfson (1982) however, are careful to point out that, although their findings are consistent with opportunistic behavior, their findings could also be reflective of a benign strategic decision by management to more broadly disseminate the information.*

#### **II.4 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis**

Penelitian terdahulu mendokumentasikan bahwa berita baik diumumkan pada hari tertentu dalam suatu minggu. Patell dan Wolfson (1982) mendokumentasikan ketentuan empiris, menggunakan pengujian-pengujian di antara *pooling* kelompok perusahaan-perusahaan yang mengumumkan di waktu yang berbeda pada satu hari, menemukan bahwa laba yang diumumkan setelah pasar ditutup seringkali mengandung berita yang buruk. Beberapa studi selanjutnya (contoh Penman, 1987; Damodaran, 1989; Bagnoli, 2005) telah

menguji ulang penemuan tersebut dan mendokumentasikan bahwa pengumuman laba pada hari Jumat cenderung mengandung kabar buruk daripada yang diumumkan pada hari lain. Penelitian-penelitian tersebut mendukung gagasan bahwa perusahaan secara strategis menentukan waktu pengumuman laba.

Pengujian utama penelitian ini berfokus pada perubahan pola pengumuman suatu perusahaan. Rancangan penelitian ini dipercaya dapat memberikan pengujian yang lebih kuat mengenai hipotesis pengungkapan strategis perusahaan. Dengan berfokus pada perubahan tersebut, metode penelitian ini dapat secara efektif meneliti perusahaan yang secara oportunis memilih waktu pelaporan berita baik atau buruk. Sebagai contoh, perusahaan yang mengganti waktu pengumuman labanya dari Senin-Kamis ke hari Jumat akan memberikan hasil pengujian yang lebih kuat bahwa perusahaan secara oportunis mengganti waktu pengumumannya sebagai cara untuk mengantisipasi berita buruk. Sebaliknya, perusahaan yang selalu mengumumkan labanya di hari Jumat tampaknya memiliki penyebab lain selain menghindari sorotan media terhadap berita buruk (Doyle dan Magilke, 2009).

Baik buruknya suatu berita diukur dengan menggunakan variabel *standardized earnings surprise* (SUE). SUE merupakan selisih return aktual dengan return yang diharapkan. Jika return aktual lebih besar dari return yang diharapkan, maka SUE positif. SUE positif merupakan berita baik bagi pasar, dan sebaliknya. Dengan demikian, hipotesis pertama pada penelitian ini adalah

H<sub>1a</sub>: Perusahaan-perusahaan yang mengubah pengumuman laba dari hari Senin-Kamis ke hari Jumat melaporkan berita laba yang lebih buruk dibandingkan

dengan perusahaan-perusahaan yang mengubah pengumuman laba dari hari Jumat ke Senin-Kamis dalam tahun tersebut.

Perusahaan secara oportunistik menetapkan hari pengumuman laba perusahaan untuk mempengaruhi reaksi pasar terhadap berita laba. Reaksi pasar diwujudkan perubahan harga dari sekuritas tersebut yang diukur dengan variabel *Cumulative Abnormal Return*(CAR) dengan periode jendela tiga hari sebelum sampai tiga hari setelah pengumuman laba. Pengujian ada tidaknya reaksi dilakukan pada dua kelompok yaitu pada saat perusahaan tersebut mengumumkan laba pada hari yang sama dengan kuartal sebelumnya dan pada saat perusahaan tersebut mengubah hari pengumuman labanya. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H2<sub>a</sub>: Terdapat reaksi pasar pada hari pengumuman laba

Namun, Gennotte dan Trueman(1996) dalam Truong(2006), menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap informasi laba akan berbeda-beda tergantung kapan laba diumumkan ke pasar. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang mengumumkan labanya pada hari yang sama dengan kuartal sebelumnya dan mengubah hari pengumuman laba di kuartal berikutnya. Perbedaan reaksi dapat diketahui dengan membandingkan CAR saat perusahaan mengubah hari pengumuman laba dengan CAR saat perusahaan tidak mengubah waktu pengumuman labanya. Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah

H3<sub>a</sub>: Ada perbedaan reaksi pasar ketika penetapan hari pengumuman laba sama dengan kuartal sebelumnya dibandingkan dengan reaksi pasar ketika perusahaan mengubah hari pengumuman laba.