

## Lampiran 2

**BEBERAPA STUDI MENGENAI PASAR MODAL YANG EFISIEN**

Studi mengenai keefisienan pasar sudah banyak dilakukan sebelumnya, diantaranya adalah sebagai berikut :

**1. Studi Fama dan Blume (1966)**

Hasil studi Fama dan Blume terhadap 30 saham Dow Jones dengan menggunakan uji filter mendapatkan bahwa filter 0,5 persen, strategi perdagangan memberikan keuntungan yang lebih daripada strategi beli dan pegang tetapi oleh karena perdagangan jual beli sering kali dilakukan maka komisi yang ditanggung adalah tinggi dan keuntungan setelah dikurangi komisi adalah negatif. Hasil studi ini mempunyai implikasi bahwa pasar adalah efisien karena keuntungan yang diperoleh tidak melebihi keuntungan pasar.

**2. Studi Niederhoffer dan Osborne (1966)**

Menunjukkan para spesialis di Bursa Saham New York dapat menggunakan informasi dari dalam (insider information) untuk mendapatkan keuntungan yang berlebihan. Data yang digunakan adalah suatu sampel yang terdiri dari enam saham dalam Indeks Industri Dow Jones bagi 22 hari perdagangan dalam bulan Oktober, 1964. Ditemukan bahwa para investor memperoleh keuntungan berlebihan dengan mengetahui suatu informasi tentang seri batasan pesanan jual beli yang tidak dilaksanakan. Informasi-informasi ini dikumpulkan oleh spesialis lantai untuk saham-saham tersebut yang mana informasi ini tidak boleh didapatkan secara umum karena para spesialis adalah dilarang oleh undang-undang mengungkapkan buku mereka.

## Lampiran 2 (lanjutan)

**3. Studi W.H. Beaver (1968)**

Beaver meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman laba tahunan dan laba kuartal pada 143 perusahaan yang terdaftar di NYSE dalam periode 1961-1965. Hasilnya menunjukkan bahwa pengumuman laba memberikan informasi baru bagi pasar, sehingga menyebabkan terjadinya perubahan harga saham. Hal ini tercermin pada lebih tingginya varians tingkat keuntungan abnormal pada periode pengumuman laba dibanding periode lainnya. Hasil penelitian Beaver menunjukkan bahwa ada peningkatan volume yang drastis pada periode pengumuman (minggu ke nol). Rata-rata volume pada minggu ke nol adalah 33 persen lebih besar dari rata-rata volume selama periode tanpa pengumuman dan bahwa periode ke nol merupakan volume tertinggi diantara 17 minggu disekitar pengumuman yang diteliti.

**4. Studi Ball dan Brown (1968)**

Ball dan Brown mengungkapkan dari hasil penelitian menyatakan bahwa pada saat laba diumumkan tingkat pengembalian abnormal meningkat 7,5 persen dalam situasi *good news* dan turun 10 persen dalam situasi *bad news*. Ball dan Brown berpendapat hanya 10-15 persen reaksi pasar terjadi setelah laporan keuangan dipublikasikan. Hasil temuan Ball dan Brown menolak pandangan normatif yang pada umumnya menganggap bahwa laba akuntansi tidak berguna karena laba akuntansi diukur dengan menggunakan cara yang berbeda.

**5. Studi Fama, Fisher, Jensen dan Roll atau FFJR (1969)**

Pecahan adalah berkaitan dengan adanya informasi-informasi lain yang penting. Dalam hal ini, kita ingin mengidentifikasi keuntungan sekuritas di sekitar tanggal pecahan dengan cara melihat dahulu perilaku luar biasa (abnormal) yang terjadi. Jika ia terjadi, maka diteliti sejauh

## Lampiran 2 (lanjutan)

mana hubungan antara pecahan dengan variabel fundamental lain, seperti variabel pembayaran dividen. Sampel yang digunakan adalah sebanyak 940 pecahan saham bagi saham-saham yang diperdagangkan di Bursa Saham New York antara tahun 1927 hingga tahun 1959, yang sekurang-kurangnya pecahan saham adalah untuk rasio 5 saham baru untuk 4 saham lama (5:4), dan saham-saham tersebut mempunyai data sekurang-kurangnya 12 bulan sebelum dan 12 bulan setelah peristiwa pecahan saham.

### 6. Studi Jensen (1969)

Studi menyeluruh telah dilakukan oleh Jensen (1969) terhadap *unit trust* untuk membuktikan model pasar efisien adalah benar. *Unit trust* diteliti oleh Jensen karena perusahaan investasi ini dikelola oleh golongan profesional yang mahir dalam seluk-beluk sekuritas dan investasi. Oleh karena itu, mereka dianggap memiliki pemahaman dan informasi tambahan yang mungkin membolehkan *unit trust* memperoleh keuntungan lebih daripada pasar. Jensen telah menggunakan konsep keuntungan beresiko untuk menyelidiki prestasi 115 buah *unit trust* selama 10 tahun dari tahun 1955 hingga tahun 1964. Jensen mencoba untuk membuktikan apakah manajer *unit trust* memiliki pemahaman sesuatu atau informasi khusus yang membolehkan mereka memperoleh keuntungan yang lebih daripada biasa. Beliau juga menempatkan *Indeks Standard & Poor* (yang terdiri dari 500 saham) sebagai proksi untuk mewakili portofolio pasar untuk tempo jangka waktu yang sama.

### 7. Studi Scholes (1969)

Terdapat pegawai perusahaan yang memiliki informasi tentang perusahaan-perusahaan mereka secara monopoli.

## Lampiran 2 (lanjutan)

**8. Studi Brown (1970)**

Brown meneliti pengaruh pengumuman laba tahunan terhadap tingkat keuntungan abnormal pada 118 perusahaan Australia yang terdaftar di Bursa Australia dan New Zealand dalam periode 1959-1968. Hasilnya menunjukkan terjadinya peningkatan *abnormal return* sebesar 5 persen selama 12 bulan sebelum laba diumumkan pada perusahaan-perusahaan yang labanya mengalami peningkatan. Sebaliknya, pada perusahaan-perusahaan yang labanya mengalami penurunan, *abnormal return*nya selama 12 bulan sebelum laba diumumkan terus menerus mengalami penurunan sebesar 9 persen.

**9. Studi Rozeff dan Kinney (1976)**

Rozeff dan Kinney (1976) adalah studi pertama yang menunjukkan bahwa tingkat keuntungan rata-rata saham pada bulan Januari adalah lebih tinggi daripada bulan-bulan yang lain. Dalam jangka waktu 1904 hingga 1974, tingkat keuntungan rata-rata bulan Januari bagi suatu indeks pasar saham adalah 3,48 persen. Tingkat keuntungan rata-rata untuk bulan-bulan lain ialah 0,68 persen. Perbedaan antara bulan Januari dan bulan-bulan yang lain adalah jelas.

**10. Studi Beaver, Clarke, dan Wright (1979)**

Beaver, Clark dan Wright meneliti hubungan antara perubahan laba tak terduga (*unexpected earnings*) dan tingkat keuntungan abnormal terhadap 276 perusahaan di NYSE dalam periode 1965-1974. Hasilnya menunjukkan adanya hubungan yang searah antara tanda (*sign*) dan besarnya (*magnitude*) perubahan laba tak terduga dengan tanda dan besarnya keuntungan abnormal dalam periode sebelum laba tahunan diumumkan. Dengan demikian, sama hasilnya dengan Ball dan Brown, Beaver berpendapat bahwa laba akuntansi adalah relevan dalam

## Lampiran 2 (lanjutan)

pengambilan keputusan di pasar modal. Selain itu meneliti tingkat pengembalian saham, hasil pengujian menunjukkan bahwa pada saat pengumuman laba, rata-rata perdagangan saham mengalami kenaikan 50 persen dibanding periode lainnya. Hasil penelitian ini memperkuat temuan Beaver sebelumnya bahwa pengumuman laba memberikan informasi baru dalam pengambilan keputusan pemodal.

### 11. Studi Freeman (1980)

Freeman menguji waktu dan besarnya hubungan antara tingkat pengembalian saham dan laba akuntansi antara perusahaan besar dan perusahaan kecil pada New York Stock Exchange (NYSE). Freeman menemukan harga saham perusahaan besar merefleksikan perubahan terlebih dahulu dibandingkan dengan harga saham perusahaan kecil. Meskipun demikian *magnitude* dari *Cumulative Abnormal Return (CAR)* sekitar bulan pengumuman menunjukkan hubungan yang terbaik antara *unexpected earnings* dengan besar perusahaan. Hasil penelitian Freeman konsisten dengan hipotesis yang diajukan.

### 12. Studi D'Ambrosio (1980)

Satu studi telah dilakukan oleh D'Ambrosio terhadap indeks-indeks saham di Bursa Saham Singapura yang mencakup indeks-indeks untuk sektor keuangan, hotel, industri, properti, getah dan timah. Didapatkan sektor hotel, industri dan timah memberikan nilai korelasi yang tinggi atau jelas. Ini berarti perubahan harga untuk sektor hotel, industri dan timah adalah bergantung (berkaitan) dengan arah aliran waktu yang lalu. Juga ditemukan pergerakan harga adalah secara *random*.

## Lampiran 2 (lanjutan)

**13. Studi French (1980) dan Gibbons & Hess (1981)**

Dua studi yang dilakukan oleh French (1980) dan Gibbons & Hess (1981) menunjukkan bukti bahwa terdapat perbedaan yang jelas dari segi presentase perubahan harga saham bergantung pada hari minggu perdagangan dijalankan. Studi ini meliputi lebih daripada 4000 hari perdagangan dari tahun 1962 hingga tahun 1978. Hasilnya ialah presentase perubahan pada hari Senin adalah negatif sedangkan pada hari yang lain perubahan adalah positif. Presentase perubahan harga bagi hari Rabu dan Jumat adalah lebih besar daripada hari Selasa dan Kamis.

**14. Studi Banz (1981)**

Satu studi dilakukan oleh Banz (1981), dimana beliau membagi perusahaan-perusahaan yang didaftarkan di Bursa saham New York (NYSE) kepada dua kelompok. Kelompok pertama meliputi 20 persen daripada perusahaan-perusahaan yang terbesar di NYSE sedangkan kelompok kedua ialah 20 persen daripada perusahaan-perusahaan terkecil. Beliau menemukan kelompok kedua memperoleh pendapatan 19,8 persen lebih daripada kelompok pertama.

**15. Studi Reinganum (1981)**

Studi Reinganum (1981) yang menggunakan sampel perusahaan-perusahaan dari Bursa Saham New York dan Bursa saham Amerika juga menemukan bahwa perusahaan kecil mendapat keuntungan yang lebih tinggi.

**16. Studi Rendlemen, Jones dan Latane (RJL) (1982)**

Suatu studi komprehensif telah dilakukan oleh Rendleman, Jones dan Latane (1982) tentang tindakan harga saham terhadap pengumuman pendapatan tahunan. Di sini, mereka membagi perusahaan kepada 10

**Lampiran 2 (lanjutan)**

kelompok menurut laporan pendapatan tahunan mereka. Pertama sekali, pendapatan setiap saham akan diestimasi mengikuti analisis statistik pendapatan perusahaan yang lalu. Kemudian mereka membandingkan pendapatan yang sebenarnya dengan estimasi statistik tersebut. Sekiranya pendapatan sebenarnya melebihi 2,00 standard deviasi yang diharapkan, perusahaan tersebut dimasukkan ke dalam 10 kelompok. Jika nilai sebenarnya adalah antara 1,50 dan 2,00 standar deviasi melebihi rata-ratanya, perusahaan itu pula diletakkan dalam kelompok 9. Proses ini terus sampai kelompok 1.

**17. Studi Brown, Kleidon dan Marsh (1983) serta Keim (1983)**

Dalam studi Keim, kesan Januari ini adalah jelas bagi lima hari yang pertama dalam bulan Januari.

**18. Studi Gultekin dan Gultekin (1983)**

Ditemukan bahwa kesan Januari bukan saja berlaku di Amerika Serikat tetapi diseluruh dunia.

**19. Studi Tinic dan West (1984)**

Studi yang dilakukan menunjukkan hubungan positif antara keuntungan saham biasa dan beta, yaitu pada bulan Januari apabila nilai beta adalah tinggi, maka keuntungan juga tinggi. Ditemukan bahwa risiko premium rata-rata keuntungan bulanan untuk indeks pasar bagi bulan Januari adalah 3,02 persen dalam jangka waktu 1935 hingga 1982. Sebaliknya, bagi bulan-bulan lain adalah 0,36 persen. Ini berarti ia mempunyai perbedaan yang jelas antara keuntungan bulanan Januari dibandingkan dengan bulan-bulan lain.

## Lampiran 2 (lanjutan)

**20. Studi Othman Yong (1985)**

Menurut studi Yong terhadap 30 saham yang didaftarkan di Bursa Saham Kuala Lumpur, diperoleh 47 persen daripada saham Malaysia tidak memenuhi hipotesis nol, yakni pergerakannya adalah tidak *random*. Didapatkan *run test* sebenarnya adalah kurang daripada *run test* diharapkan. Ini bermaksud bahwa informasi yang datang secara *random* tidak diserap dengan cepat oleh harga saham. Pasar saham Malaysia tidak efisien.

**21. Studi Linda Smith Bamber (1986)**

Bamber melakukan penelitian terhadap reaksi pasar setelah publikasi laba tahunan selama kurun waktu 1977-1979, penelitian ini dilakukan terhadap publikasi laba tahunan dari 397 perusahaan yang dipilih secara acak dari *value line investement survey*. Reaksi pasar modal dilihat dari ada tidaknya *unexpected earnings* dan *unexpected (abnormal) trading value*.

**22. Studi De Bondt dan Thaler (1987)**

Menguji hipotesis bahwa pasar saham bereaksi secara berlebihan terhadap informasi. Studi ini membuktikan harga saham bereaksi secara berlebihan kepada pengumuman informasi yang positif dan negatif tentang perusahaan yang bersangkutan. Sekiranya masalah ini adalah benar, maka saham-saham yang berprestasi baik pada waktu yang lalu akan mencapai prestasi yang subnormal pada waktu yang akan datang supaya dapat membetulkan tanggapan secara berlebihan yang berlaku pada permulaannya. Mereka menguji hipotesis tadi dengan membuat peringkat saham-saham menurut prestasi masing-masing selama 60 bulan. Mereka menghitung prestasi dengan beberapa kaedah, termasuk keuntungan dan rata-rata kumulatif keuntungan berlebihan. Mereka menekankan perhatian pada saham-saham yang mempunyai prestasi yang terbaik dan prestasi



## Lampiran 2 (lanjutan)

yang terburuk. Dalam studi ini, ditemukan perbedaan kumulatif antara tingkat keuntungan tadi dengan tingkat keuntungan bagi indeks pasar. Keputusan ini mendukung hipotesis bahwa saham-saham yang berprestasi lemah pada awal jangka waktu akan mempunyai prestasi yang cemerlang pada akhir jangka waktu.

**23. Studi Easton dan Harris (1991)**

Easton dan Harris meneliti pengaruh laba akuntansi (*accounting earning changes*) terhadap tingkat keuntungan (*return*) pada 280 perusahaan yang tercatat di NYSE dalam periode 1969-1986, hasilnya menunjukkan bahwa secara signifikan tingkat keuntungan saham dipengaruhi oleh perubahan laba akuntansi dengan *probability value* (*p-value*)  $< 0,01$ . Meskipun demikian tingkat pengaruhnya ternyata relatif rendah. Hal ini tercermin dari nilai  $R^2$  yang hanya sebesar 0,040 pada *regresi* yang dilakukan terhadap seluruh data secara *pooling*. Disamping itu, nilai  $R^2$  tersebut juga bervariasi dari tahun ke tahun pada *regresi* yang dilakukan terhadap data *cross-section* secara tahunan.

**24. Studi Strong (1993)**

Strong meneliti hubungan antara tingkat keuntungan dan laba terhadap 477 perusahaan yang tercatat di Bursa Inggris dalam periode 1969-1990. Hasilnya menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara tingkat keuntungan (*return*) saham dengan perubahan laba (*earning changes*). Seperti halnya Easton dan Harris, Strong juga menemukan nilai  $R^2$  yang diperoleh dari *regresi* terhadap data *cross-section* secara tahunan sangat bervariasi dari tahun ke tahun, bahkan ada beberapa tahun yang mempunyai *p-value* antara 0,01 dan 0,05. Tetapi nilai  $R^2$  yang diperoleh dari *regresi* terhadap seluruh data secara *pooling* dalam penelitian ini lebih

## Lampiran 2 (lanjutan)

besar daripada nilai  $R^2$  yang diperoleh Easton dan Harris, yaitu sebesar 0,13 dengan p-value 0,01.

**25. Studi-studi di Pasar Modal Bursa Efek Jakarta****a. Suad Husnan dan Kawan-Kawan (1995)**

Husnan dan kawan-kawan meneliti dampak pengumuman laporan keuangan terhadap kegiatan-kegiatan perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan pada 30 saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam periode 1993 dan 1994 hasilnya menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan yang memuat informasi laba mempunyai pengaruh terhadap kegiatan perdagangan dan variabilitas tingkat keuntungan saham. Hal ini tercermin pada lebih tingginya kegiatan perdagangan dan variabilitas tingkat keuntungan saham pada periode pengumuman laporan keuangan dibandingkan dengan periode-periode di luar pengumuman.

**b. Wiwik Utami dan Suharmadi**

Wiwik Utami dan Suharmadi melakukan *regresi* antara perubahan *earning* perusahaan yaitu laba bersih dengan perubahan *earning* pasar untuk memperoleh *unexpected earning*. Sedangkan *abnormal return* diperoleh dengan memakai market model. Hal ini menunjukkan BEJ telah menyerap dengan efisien informasi penghasilan yang dipublikasikan. Saham yang mempunyai *unexpected earning positif* menghasilkan *abnormal return* rata-rata lebih besar dibandingkan dengan saham yang mempunyai *unexpected earning negatif*.

## Lampiran 2 (lanjutan)

Walaupun harga saham dipengaruhi oleh faktor psikologis atau sentimen pasar. Hasil penelitian Wiwik Utami dan Suharmadi memberi bukti bahwa faktor fundamental perusahaan memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan investor.

c. **Budhi Purwantoro Jati (1998)**

Budhi Purwantoro Jati meneliti mengenai pengaruh laba akuntansi terhadap perubahan harga saham di BEJ. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode regresi linier sederhana. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara signifikan terbukti bahwa harga saham dipengaruhi oleh perubahan laba akuntansi dan tingkat pengaruh perubahan laba akuntansi terhadap perubahan harga saham di BEJ cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun. Hal ini berarti bahwa pemodal belum secara bersungguh-sungguh dan konsisten mempergunakan informasi laba akuntansi dalam membentuk harga saham.

d. **Eben Ezer Pakpahan (1999)**

Eben Ezer Pakpahan meneliti dampak pengumuman laporan keuangan terhadap jumlah saham yang diperdagangkan pada 44 perusahaan di BEJ. Laporan keuangan yang diteliti adalah laporan keuangan yang diaudit (31 Desember 1994) dan laporan keuangan yang tidak diaudit (31 Juni 1995). Hasil penelitian menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit mempunyai dampak yang lebih besar dibandingkan laporan keuangan yang belum diaudit. Selain itu juga meneliti apakah pasar bereaksi segera setelah laporan keuangan diumumkan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi segera setelah laporan keuangan diumumkan.