

PARADIGMA PENELITIAN AKUNTANSI KEUANGAN DAN MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS PASAR MODAL

Whedy Prasetyo
Dosen Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi, Universitas Jember
e-mail: whedy.p@gmail.com

Abstract

Research paradigm of financial accounting and financial management based on capital market can be divided to five focus research areas, they are: market efficiency, economic consequences, income (earning) as a capital market research variable, accounting Information content except profit, and methodology. It is based on Ball and Brown research (1968), which focuses on the relationship of accounting earnings information on stock values. The purpose of this article is to describe research paradigm of financial accounting and financial management which use the same information based on the capital market. Therefore this article will describe capital market variables that focused on five variables; market efficiency, economic consequences, income (earning) as a capital market research variable, accounting information content except profit, and methodology. The existence of these variables will explain the accounting practices used as the basis in the capital market.

Keywords: *Research paradigm of financial accounting and financial management, Ball dan Brown (1968) research, and capital market information.*

PENDAHULUAN

Pengertian pasar modal menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal Pasal 1 angka (13) sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek. Selanjutnya Pasal

1 angka (5) yang dimaksud efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari Efek. Menurut Sunariyah (1997), secara umum pasar modal adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal yaitu suatu pasar yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara perdagangan efek.

Pasar modal merupakan bagian dari pasar keuangan, yang menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal melibatkan 2 pihak yaitu pihak yang kelebihan dana (*leander*) dan pihak yang membutuhkan dana (*borrower*). Fungsi keuangan ditunjukkan dengan kemungkinan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik yang dipilih. Bagi pihak yang membutuhkan dana, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan, atau pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrower* dan para *leander* untuk menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Analisis penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal mempunyai kerangka pemikiran dari implementasi berkembangnya pendekatan teori akuntansi positif yang bertujuan untuk menjelaskan studi akuntansi yang terjadi, dan lebih mendasarkan pada hasil penelitian empiris sebagai dasar dalam pengujian teori yang ada dalam menjelaskan studi akuntansi yang sedang berlaku. Perkembangan penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan ini, mulai berkembang sejak ditemukannya bukti empiris tentang

manfaat laba dalam memprediksikan kembalian (*return*) saham dimasa depan yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968). Hasil penelitian empiris Ball dan Brown ini dapat dikatakan sebagai *monumental* bagi penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal tentang manfaat informasi akuntansi di pasar modal bagi pelaku pasar modal, penelitian ini terus memberikan petunjuk dan dorongan kepada mereka yang berharap untuk lebih memahami *decision usefulness* laporan keuangan (Scott, 2009:51).

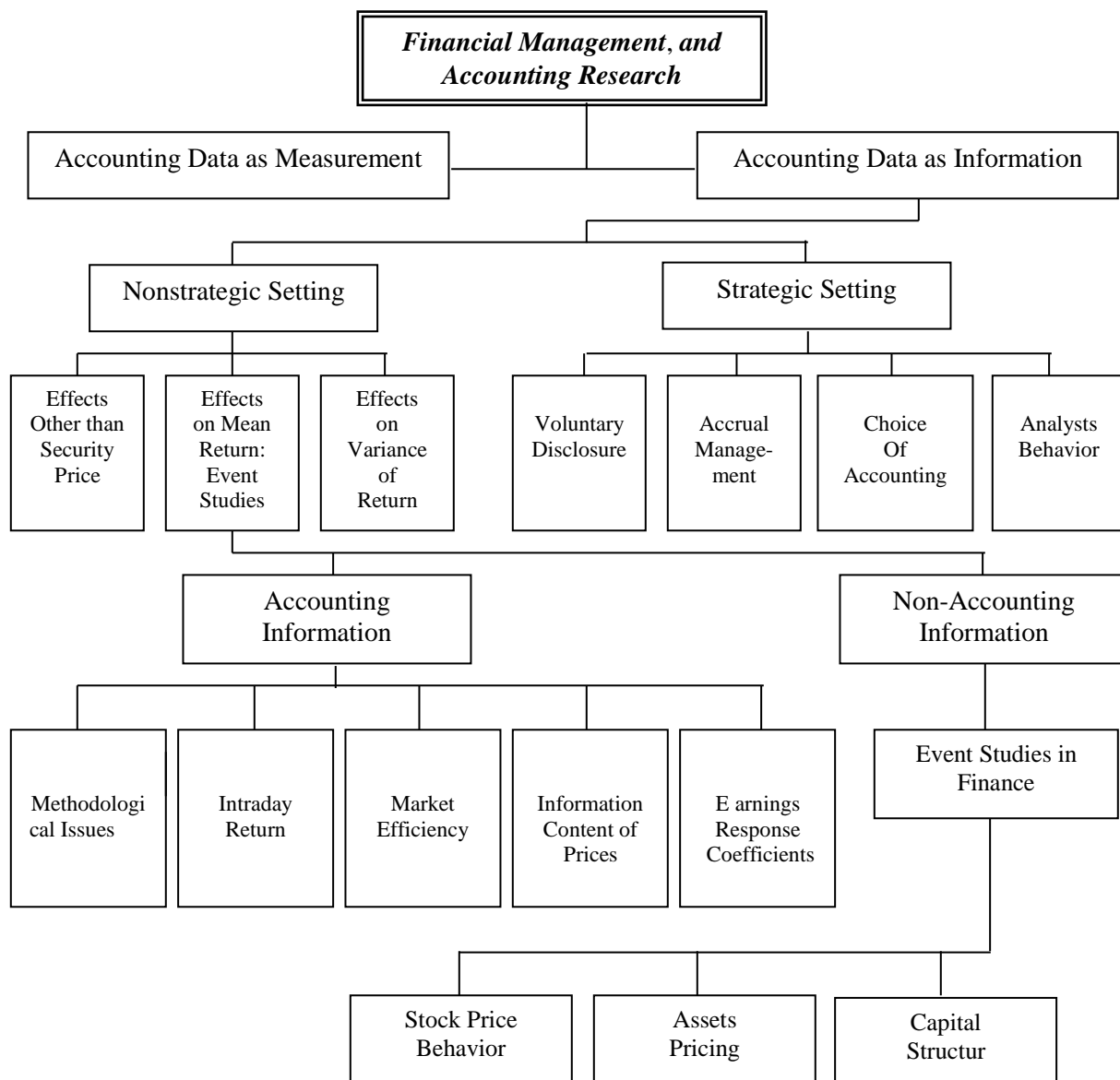
Berkembangnya peranan pendekatan akuntansi positif juga sebagai langkah perkembangan penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal, kondisi ini didasarkan pada semakin berkurangnya peranan pendekatan akuntansi normatif. Pendekatan akuntansi normatif menurut Watts dan Zimmerman (1986), lebih menekankan dan menjelaskan pada penentuan bagaimana seharusnya perusahaan melaporkan setiap transaksi yang terjadi, dan penentuan apa yang seharusnya dilakukan. Di samping itu, pendekatan akuntansi normatif sedikit sekali mendasarkan pada kemampuan validitas empiris atas hipotesis yang berdasar pada ketentuan normatif tersebut. Sebaliknya, munculnya pendekatan akuntansi positif bertujuan untuk menjelaskan tentang mengapa studi atau praktek akuntansi terjadi yang dijalankan oleh suatu perusahaan, *bukan* mengenai anjuran tentang praktik yang seharusnya dijalankan. Juga, pendekatan akuntansi positif lebih memperdulikan pada pentingnya penggunaan penelitian empiris dalam melaksanakan pengujian mengenai apakah suatu teori akuntansi yang ada dapat memberikan penjelasan tentang praktek atau studi akuntansi yang sedang berlaku. Dalam arah perkembangannya, paradigma penelitian akuntansi berbasis pasar modal mengikuti pandangan dari pendekatan akuntansi positif (Utama, 1996).

PARADIGMA PENELITIAN AKUNTANSI KEUANGAN DAN MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS PASAR MODAL

Menurut Bernard (1989), paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) dengan berbasis pada pasar modal dapat dikelompokkan menjadi 5 bidang fokus penelitian, adalah: (1) Efisiensi pasar, (2) Konsekuensi ekonomi, (3) Laba (*Earning*) sebagai variabel riset pasar modal, (4) *Information content* akuntansi selain laba, dan (5) Metodologi. Selanjutnya Beaver (1996) menjelaskan mengenai arah penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan ke dalam bentuk diagram, yang dijelaskan pada Gambar 1. Dalam bentuk diagram ini, paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) dijelaskan bahwa penelitian akuntansi keuangan yang menggunakan data akuntansi tetapi tidak mengkaitkan dengan pasar modal disebut sebagai *accounting data as measurement* atau *fundamental analysis* atau *nonmarket based research*. Penelitian ini lebih mengarahkan pada kegunaan data akuntansi yang ada selain pada pasar modal sebagai alat ukur atau tanpa melibatkan pasar modal (perusahaan yang belum *go public*).

Sedangkan, penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) yang berhubungan dengan menggunakan instrumen pasar modal sebagai pengambilan keputusan disebut sebagai *accounting data as information* atau menganggap data akuntansi sebagai informasi. Dalam perspektif informasi ini, penelitian keuangan terbagi ke dalam dua subkategori; yaitu (1) yang berkaitan dengan penggunaan informasi akuntansi untuk keperluan strategis (*strategic setting*) atau penelitian yang berkaitan langsung dengan kebijakan akuntansi yang mempengaruhi laba secara berarti, yang dipengaruhi kebijakan-kebijakan manager atau strategi manager. (2) yang tidak berkaitan langsung dengan kebijakan akuntansi yang mempengaruhi laba secara berarti (*Nonstrategic setting*).

Gambar 1



Sumber: *Financial Accounting Research* (Beaver, 1996)

Hasil Penelitian Ball Dan Brown (1968)

Pada tahun 1968, Ball dan Brown mengawali penelitian empiris berbasis pasar modal, hasil penelitian ini sebagai pelopor dalam menimbulkan paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal. Penelitian *monumental* Ball dan

Brown (1968), memfokuskan pada hubungan informasi laba akuntansi terhadap nilai saham. Penelitian ini mengambil fokus data atas laba tahunan selama lebih dari sembilan tahun yaitu antara tahun 1957 sampai tahun 1965 , dengan meneliti *sampel* dari 261 perusahaan yang terdaftar dalam *New York Stock Exchange (NYSE)*. Penelitian ini menekankan pada isi informasi laba terhadap pengeluaran komponen-komponen laporan keuangan yang informatif, hal ini didasarkan bahwa laba perusahaan di *NYSE* diumumkan di media utama untuk pengeluaran laporan tahunan aktual sehingga sangat mudah sekali untuk menentukan laporan informasi tersebut pertama kalinya menjadikan informasi publik.

Tugas dari Ball dan Brown yang pertama, adalah menghitung isi informasi pendekatan. Perhitungan yang dipakai yaitu apakah laba yang diterima lebih besar daripada apa yang diharapkan pasar (*Good News / GN*) atau kurang dari yang diharapkan (*Bad News / BD*) dengan menggunakan dua perwakilan. Wakil pertama berdasarkan pada “*accounting beta*” yaitu jika, pada tahun-tahun laba pada suatu perusahaan berhubungan dengan laba perusahaan-perusahaan yang lain dengan cara khusus, kemudian pengetahuan tentang hubungan masa lalu tersebut bersama dengan pengetahuan laba dan perusahaan-perusahaan lain pada tahun tersebut, memberikan keyakinan untuk laba perusahaan pada saat itu. Jadi terpisah dari pengaruh keputusan. Wakil kedua memperkirakan harapan pasar dan pendapatan pada saat ini adalah sama dengan pendapatan aktual pada tahun lalu, jika ada pendapatan yang tidak diharapkan, itu hanya perubahan pada pendapatan saja. Kedua wakil ini memberikan hasil yang sama sehingga Ball dan Brown lebih menggunakan pada *accounting beta* yaitu:

$$E_{jt} = \alpha + \beta_{E_{mt}} + e$$

Dimana: β : *Accounting Beta*

E : Reaksi pasar

Ball dan Brown meneliti data setiap perusahaan yang digunakan sebagai *sampel* dan setiap pengeluaran penghasilan dari perusahaan digolongkan kedalam *GN* atau *BN*, relatif atau harapan.

Langkah kedua yaitu mengevaluasi laba pasar pada saham-saham yang dimiliki perusahaan sampel dalam waktu berdekatan dengan pengumuman penghasilan. Sebagian besar hal ini dilakukan berdasar pada prosedur laba abnormal. Perbedaannya, harga terletak pada penggunaan laba triwulan, yaitu mengakulasikan *aktual return* dimana 0.0015 dianggap hasil dari *abnormal return* dari 0.006. Studi penelitian Ball dan Brown selanjutnya mengulangi kalkulasi *abnormal return* surat berharga untuk *wide window* setiap 11 bulan yang mendahului dan 6 bulan yang mengikuti dimana *arnings* diumumkan (bulan 0), dengan mengkalkulasi rata-rata *abnormal return* setiap bulan selama 18 bulan *wide window*. Hasil ini ditunjukkan dalam *lampiran 1* yang menunjukkan hubungan antara perubahan tingkat kembalian dan perubahan laba, dan laba tahunan tidak meningkat secara tinggi sebagai satu sumber informasi pada suatu waktu tertentu meskipun bukti tersebut konsisten dengan informasi mengenai laba, sehingga informasi laba triwulan dalam satu tahun dapat berfungsi sebagai prediksi untuk laba tahunannya. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah; (1) laba bersih untuk mengukur *earning*, (2) laba bersih per lembar saham (*earning per share*) untuk mengukur *earning*, dan (3) laba bersih per lembar saham (*earning per share*) dengan pendekatan *time series*. Semua variabel memberikan hasil umum yang sama, bagian tertinggi yaitu rata-rata kumulatif dari *abnormal return* untuk pengumuman *GN earning* dalam pengujian sampel, bagian dasar menunjukkan hal yang sama untuk *BN* pengumuman perusahaan.

Efisiensi Pasar Modal

Penelitian efisiensi pasar modal mempertimbangkan interaksi investor dalam suatu pasar modal, yang secara umum bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar atas semua

informasi yang masuk untuk mencapai kondisi perubahan atau keseimbangan harga yang baru. Penelitian ini mendasari hipotesis efisiensi pasar modal (*Efficient Securities Market Hypothesis*) dengan didasarkan pada asumsi bahwa pasar modal merupakan pasar yang bersaing, artinya pencapaian kesinambungan penawaran dan permintaan untuk setiap surat berharga, sehingga bila surat-surat berharga mencerminkan sepenuhnya semua informasi yang tersedia. Tidak ada informasi yang relevan diabaikan pasar. Secara teoritis, pasar yang efisien harus memenuhi kondisi berikut: (1) tidak ada biaya transaksi dalam jual-beli surat berharga, (2) semua informasi sama tersedia bagi semua pedagang tanpa dipungut biaya, (3) para pedagang mempunyai harapan yang sama mengenai implikasi informasi yang tersedia. Yang diperlukan agar pasar efisien adalah, bahwa semua informasi segera tercermin di dalam harga surat berharga atau dengan keterlambatan minimum dan tidak bias (Hendriksen, 1982). Kemampuan pasar efisien ini menunjukkan suatu keadaan dimana harga saham yang diperdagangkan pada pasar itu semua waktu “cerminan wajar” semua informasi yang diketahui secara umum atau *full disclosure* tentang saham tersebut, yang akan mengurangi timbulnya *information asymmetry*. Ada tiga hal yang perlu diperhatikan; *pertama*, harga pasar adalah efisien berkenaan dengan informasi yang diketahui secara umum, sehingga tidak mengesampingkan kemungkinan adanya informasi orang dalam. *kedua*, efisiensi pasar adalah suatu konsep relatif yaitu sekali informasi baru menjadi dapat diperoleh secara umum, harga pasar akan menyesuaikan dengan cepat terhadap informasi baru ini. *ketiga*, investasi adalah *fair game* jika pasar efisien artinya, kelebihan waktu, harga suatu saham mungkin turun dan mungkin naik, oleh karena itu akan berfluktuasi secara tidak teratur (Scott, 2009:102). Sehingga pasar yang efisien seharusnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan artinya (1) informasi dalam bentuk perubahan harga diwaktu yang lalu, (2) informasi yang tersedia kepada publik (*public information*), dan (3) informasi yang tersedia baik kepada

publik maupun tidak (*public and private information*). Keadaan ini mendorong semakin cepat informasi baru tercermin pada harga saham, semakin efisien pasar modal tersebut (Husnan, 2000).

Pasar efisien juga harus mampu menciptakan kondisi pasar yang mampu bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai perubahan harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, sekaligus dapat mengurangi resiko (Francis, 1991). Dengan demikian, terdapat adanya suatu hubungan yang erat antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan keseimbangan (*equilibrium*) dengan konsep efisiensi pasar yang mampu untuk mencoba menjelaskan suatu hubungan bagaimana pasar modal akan memproses informasi untuk menuju pada suatu posisi keseimbangan yang baru (Hartono, 2003). Secara umum efisiensi pasar didefinisikan oleh Beaver dan Ryan (1989), sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi.

Terdapat tiga hipotesis pasar efisien secara informasi, adalah :

1. Hipotesis pasar efisiensi berbentuk lemah (*Weak form*)

Hipotesis yang menyatakan bahwa harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh informasi tersirat dalam urutan masa lalu (*historical sequence of prices*), maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa perubahan harga bersifat acak dalam hal informasi yang tersedia sebelum terjadinya perubahan. Artinya, kelebihan keuntungan tidak dapat diperoleh hanya dengan mengetahui harga-harga sekuritas yang lalu, karena informasi yang baru akan segera tercermin di dalam harga sekuritas yang merupakan petunjuk ukuran dan arah perubahan harga berikutnya, atau nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memperkirakan harga sekarang, akibatnya investor

tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal. Akhirnya, Fama (1970), menyatakan bahwa dalam pasar efisiensi dalam bentuk lemah mengakibatkan investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*).

2. Hipotesis pasar efisiensi berbentuk setengah kuat (*Semistrong form*)

Hipotesis yang menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk umum (*all general available information*) salah satunya yaitu pada saat laporan keuangan akuntansi diterbitkan dan informasi yang mendukung termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan yang melakukan penawaran umum (emiten). Namun pasar efisien ini tidak tersirat bahwa investor atau kelompok investor akan segera memahami dan mempertimbangkan semua informasi baru yang tersedia. Jika informasi salah diprediksikan, maka akan terdapat para investor yang memanfaatkan situasi, dan kelebihan laba yang diharapkan akan hilang dengan cepat, artinya investor akan segera menyesuaikan harapannya, dan transaksi akan terjadi pada harga *equilibrium* yang baru. Informasi yang tersedia tersebut dapat berupa informasi yang bersifat: (1) dapat mempengaruhi harga sekuritas hanya bagi perusahaan yang mengumumkan informasi tersebut, (2) dapat mempengaruhi harga sekuritas bagi sejumlah perusahaan, dan (3) mempengaruhi harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Penerimaan informasi ini dapat terjadi ketidaktahuannya atau dengan sengaja tidak mempertimbangkan informasi baru, tidak akan beruntung ataupun rugi melalui pembelian atau penjualan seharga harga pasar. Pasar akan menjadi efisien jika investor atau kelompok investor dengan jumlah yang cukup menggunakan informasi baru dalam usaha untuk memperoleh pengembalian yang tinggi, atau investor harus bereaksi jika pasar tidak

efisien atau tidak dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan atau harapan-harapan yang optimum dalam jangka waktu yang lama.

3. Hipotesis pasar efisiensi berbentuk kuat (*Strong form*)

Hipotesis yang menyatakan bahwa semua informasi relevan yang tersedia tercermin penuh dalam harga-harga sekuritas, dengan membuat informasi yang relevan tersedia sesegera mungkin untuk meminimalisasikan kemungkinan penggunaan informasi bagi kalangan tertentu saja. Artinya, harga-harga sekuritas mencerminkan informasi semua pihak, sehingga tidak ada investor atau kelompok investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal akibat mempunyai informasi yang khusus, karena informasi yang relevan tersedia. Bila informasi sudah mencerminkan keseluruhan pihak yang terlibat maka tidak akan terjadi peralihan pendapatan kepada pihak lain, dan pengalokasiannya akan mencapai tingkat optimumnya. Akhirnya, membuat para investor dapat mengevaluasi sekuritasnya dengan tepat guna memperoleh pendapatan yang optimum.

Dengan membedakan efisiensi pasar modal menjadi tiga bentuk tersebut, untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga hipotesis bentuk efisiensi pasar ini berhubungan satu dengan yang lain, hubungan ini berupa tingkatan yang kumulatif yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat (Fama, 1970). Pasar menjadi efisien karena terjadinya beberapa peristiwa berikut ini adalah (Hartono, 2003):

1. Investor adalah penerima harga (*price taker*), artinya bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*.
2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut relatif murah.

3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman formasi sifatnya acak antara satu dengan yang lain. Maksud dari informasi dihasilkan secara acak adalah investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Hal ini dapat terjadi jika investor mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

Pasar menjadi tidak efisien jika terjadi beberapa peristiwa berikut ini adalah (Hartono, 2003):

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lain terhadap informasi yang sama. Kondisi ini terjadi jika penyebaran informasi tidak merata sehingga para pelaku pasar menerima informasi tidak pada waktu yang sama.
3. Informasi yang dikeluarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
4. Investor adalah individu-individu yang lugas (*naïve investor*) dan tidak canggih. *Naïve investor* adalah investor yang mempunyai kemampuan yang terbatas di dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena tidak canggih, maka investor seringkali melakukan keputusan yang salah yang mengakibatkan sekuritas yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat.

Keadaan pasar modal yang efisien tersebut, dapat dilakukan pengujian tentang efisiensi pasarnya, menurut Dyckman dan Morse (1986), dapat dilakukan dengan menggunakan informasi akuntansi dan informasi bukan akuntansi. Penggunaan informasi akuntansi dalam pengujian efisiensi pasar dilakukan dengan melalui pengujian reaksi pasar atas pengumuman

informasi akuntansi. Umumnya pengujian ini dilakukan dalam kondisi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) dan lebih dikenal dengan studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa ialah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman. Studi peristiwa ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar setengah kuat (Hartono, 2003). Pengujian kandungan informasi yang dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan, selanjutnya perubahan harga saham *diprosikan* oleh ada tidaknya *abnormal return* (Dawson dan Hiraki, 1985).

Apabila pengujian melibatkan kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Informasi akuntansi yang banyak digunakan di dalam pengujian ini antara lain: (1) Pemecahan saham (*stock split*), (2) Penawaran perdana (*initial public offering*), (3) Pengumuman laba, (4) Pengumuman deviden, (5) Pengaruh suku bunga, (6) Merjer, (7) Selisih kurs, (8) dan lain-lain. Pengujian efisiensi pasar dapat juga dilakukan dengan menggunakan informasi bukan akuntansi melalui pendugaan hasil dari *return* saham yang dihasilkannya. Pengujian ini lebih tepat untuk efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Ada beberapa teknik yang dapat digunakan dalam pengujian ini antara lain: (1). Pengujian secara statistik, pengujian ini dapat dilakukan untuk mengetahui bagaimana independensi hubungan variabelnya. Hubungan ini diperoleh melalui korelasi serialnya atau regresi liniernya, dan pengujian runtun (*run test*), (2) Pengujian secara *cyclical*, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat pola atau susunan pergerakan harga atau sekuritas tertentu yang terjadi pada suatu periode waktu tertentu, (3) Pengujian secara aturan perdagangan teknis, pengujian ini dapat dilakukan dengan memanfaatkan pola perubahan harga sekuritas. Pola ini disebut pula sebagai strategi aturan

penyeleksian dengan memfokuskan strategi waktu untuk melakukan transaksi (Dyckman dan Morse, 1986).

Pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat (*strong form*) banyak dilakukan melalui pengujian dengan menggunakan informasi privat. Pengujian informasi privat ini mempunyai sifat yang hasilnya tidak dapat diobservasi secara langsung. Oleh karena itu, pengujian ini harus menggunakan proksi. Penggunaan proksi untuk memudahkan dalam menentukan informasi privat yang ada di dalam perdagangan sekuritas, proksi yang digunakan dalam pengujian efisiensi pasar ini adalah *return* yang diperoleh oleh *corporate insider* dan *return* yang diperoleh oleh pendapatan reksa dana (yaitu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi (Pasal 1 angka (27) Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995). Proksi yang digunakan ini diasumsikan dapat mempunyai informasi privat yang ada di dalam perdagangan sekuritas.

Konsekuensi Ekonomi

Konsekuensi ekonomi sebagai konsep bahwa kebijakan akuntansi dapat mempengaruhi atau memberi dampak pada manajemen perusahaan, sehingga berhubungan dengan investor yang memiliki perusahaan karena manajemen dapat merubah operasi aktual perusahaan oleh perubahan kebijakan akuntansi. Pemahaman ini penting karena; (1) Penerapan kebijakan akuntansi berasal dari konsekuensi ekonomi, (2) Konsep konsekuensi ekonomi konsisten dengan pengalaman dunia nyata, (3) Kebijakan akuntansi sebagai tanda yang kredibel dari informasi bagian dalam perusahaan (Scott, 2006:230). Paradigma akuntansi keuangan dan manajemen keuangan yang berfokus kepada konsekuensi ekonomi bertujuan untuk mengukur pengaruh atas standar akuntansi terhadap kinerja perusahaan atau pada reaksi pasar modal.

Menurut Baridwan (1998), menyatakan bahwa konsekuensi ekonomi membuktikan netral tidaknya standar akuntansi yang ditetapkan. Tinjauan konsekuensi ekonomi berasal dari pengembangan faktor yang dapat menjelaskan perbedaan prosedur akuntansi diantara berbagai perusahaan (Douglas, 1987).

Menurut Zeff (1978), dalam artikelnya "*The Rise of Economics Consequences*", berpendapat bahwa konsekuensi ekonomi sebagai pengaruh laporan akuntansi terhadap perilaku pembuat keputusan bisnis, pemerintah dan kreditur, artinya laporan akuntansi dapat mempengaruhi keputusan riil yang dibuat oleh manajer atau yang lain. Akibatnya mereka akan berusaha untuk mencoba mempengaruhi penentuan standar akuntansi keuangan yang disusun oleh *Accounting Principle Board* (pendahulu *FASB*) dan pendahulunya *The Committee on Accounting Procedure*. Pilihan kebijakan akuntansi memiliki konsekuensi ekonomi untuk berbagai pengguna laporan keuangan, meskipun kebijakan tersebut tidak secara langsung mempengaruhi arus kas aktivitas perusahaan. Akibatnya pengguna memilih dalam mengimplementasikan kebijakan akuntansi yang berbeda sesuai dengan tindakannya, hal ini melengkapi penyusunan standar akuntansi yang membutuhkan penyeimbangan pada pertimbangan akuntansi atau kondisi ekonomi sebenarnya dan faktor-faktor politik. Badan penyusun standar telah memberikan tanggapan dengan membawa pengguna yang berbeda pada usahanya, dan dengan mengeluarkan pengungkapan tanggapan untuk memberikan semua pihak yang tertarik kesempatan untuk menanggapi untuk menyatakan pendapat pada standar yang diusulkan, bertujuan untuk meluaskan representatif pada badan penyusun standar itu sendiri. Pada akhirnya konsekuensi ekonomi dan pihak-pihak yang tertarik (auditor, manajer) merasakan hal ini penting, untuk mempengaruhi pada proses pembuatan kebijakan akuntansi keuangan yang melibatkan beberapa pihak yang saling terkait seperti; *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*, *American Accounting Association (AAA)*, *Financial*

Accounting Standards Board (FASB), International Accounting Standard Board (IASB), Securites and Exchange Commission (SEC), dan pihak-pihak lainnya, sehingga akan membantu dalam menentukan pilihan atau alternatif praktek-praktek akuntansi dalam penentuan kondisi ekonomi suatu perusahaan.

Semua keputusan kebijakan akuntansi harus memiliki konsekuensi ekonomi. Jika tidak terdapat konsekuensi ekonomi, maka tidak ada alasan untuk mengambil keputusan kebijakan. Konsekuensi yang diinginkan meliputi perbaikan informasi yang tersedia bagi investor dan pemakai lain dengan hasil yang memungkinkan adanya keputusan ekonomi yang lebih sehat atau pengurangan biaya pengumpulan informasi bagi para pemakai (Hendriksen, 1982).

Konsekuensi ekonomi ini akan membawa pengaruh pada paradigma riset akuntansi keuangan dan manajemen keuangan yang berbasis pasar modal dalam menentukan perlunya konsekuensi ekonomi diketahui dalam kesesuaian antara standar dengan praktek-praktek akuntansi yang dijalankan sesuai keadaan perusahaan atau unit bisnis. Menurut Bernard (1989) berbagai paradigma penelitian yang berhubungan dengan konsekuensi ekonomi antara lain: (1) *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 2* mengenai Riset and Development Accounting, (2) *Accounting for Retail and Sales*, (3) *the Accounting Principles Board (APB) Opinions 16 dan 17* mengenai *Business Combinations*, (4) APB Opinion 18 mengenai *Accounting for Affiliates*, (5) *SFAS 8* tentang *gains and loss* pada periode yang bersangkutan yang kemudian diganti dengan *SFAS 52* mengenai *Foreign Currency*, dan (6) *SFAS 34* mengenai *Interest Capitalization*, selanjutnya menurut Scott (2006: 238), menambahkan *SFAS 19* mengenai metode *Successful-Efforts (SE)* bagi perusahaan oli dan gas.

Laba (*Earning*) Sebagai Variabel Penelitian Pasar Modal

Laba (*earning*) merupakan informasi utama yang disajikan dalam laporan keuangan (Lev, 1989), keberadaan laba ini dapat digunakan sebagai paradigma penelitian dengan mengorientasikan pada laba sebagai variabel penelitian pasar modal merupakan satu pendekatan dalam penelitian akuntansi keuangan yang dikenal dengan pendekatan kebermanfaatan keputusan (*decision usefulness*) (Scott, 2006: 51). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa investor adalah rasional dalam pengambilan keputusannya dan menggunakan informasi keuangan untuk membuat keputusan yang baik. Kebermanfaatan informasi akuntansi khususnya laba dalam pengambilan keputusan investor di pasar modal, yang sering kali diproksikan oleh variabel pasar modal yaitu *return saham*.

Kebermanfaatan informasi akuntansi akan terasa jika perubahan harga saham berasosiasi dengan pengumuman laporan laba. Kondisi ini telah didukung oleh bukti empiris yang ditemukan pertama kali oleh Ball dan Brown (1968). Bukti empiris lainnya yang mendukung kebermanfaatan informasi akuntansi antara lain adalah pengaruh penerbitan informasi laba pada *return* saham perusahaan yang tidak menerbitkan informasi (Foster 1981), pengaruh penerbitan informasi laba pada volume perdagangan saham dan variabilitas *return* saham (Beaver 1968), laba sebagai alat prediksi yang signifikan mengenai laba mendatang untuk periode satu hingga delapan tahun mendatang (Finger, 1994). Penilaian atas keberadaan laba menurut Bernstein dan Wild (1998), menyatakan bahwa tetap mendasarkan pada prinsip akuntansi, aplikasi akuntansi dan resiko investasi.

***Information Content* Akuntansi Selain Laba**

Kandungan informasi (*information content*) akuntansi lainnya selain laba yang sering digunakan sebagai variabel dalam paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen)

berbasis pasar modal antara lain: (1) rasio keuangan, (2) arus kas, (3) *disclosure* laporan keuangan. Variabel kandungan informasi selain angka laba *bottom line* dalam penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal sering diasosiasikan dengan prediksi *return* saham perusahaan, prediksi tingkat pertumbuhan perusahaan, kinerja keuangan perusahaan (melalui *Rate of Return on Total Asset (ROA)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Financial Leverage*), prediksi tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*) perusahaan, prediksi perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi dan perusahaan yang akan dimerger atau diakuisisi, risiko keuangan perusahaan, dan risiko pasar.

Hasil penelitian yang dianggap sukses telah dilakukan oleh Ou dan Penman (1989). Ou dan Penman menguji kemampuan rasio keuangan perusahaan dengan mengumpulkan 68 ratio keuangan selama tahun 1965 sampai 1972, yang selanjutnya dipilih menjadi 16 ratio dengan model regresi *multivariate*. Model ini digunakan untuk membuat prediksi dari tahun 1973 sampai 1983 yang bertujuan dalam memprediksi *return* sahamnya.

METODOLOGI PENELITIAN AKUNTANSI DAN MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS PASAR MODAL

Perkembangan paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal secara metodologi, antara lain adalah: (1). Beta, dan (2) Model pengukuran return (*Capital Asset Pricing Model* atau *CAPM*, *Arbitrage Pricing Theory (APT)*, *Single Index Model*). Menurut Hartono (2003) dan Arifin (2007), menyatakan bahwa metode pengoreksian Beta telah dikembangkan oleh Scholes dan Williams (1977), Dimson (1979). Fowler dan Rorke (1983) menyebutkan bahwa koreksi beta bisa mengetahui perkembangan saham. Oleh karena itu, perlu adanya penyesuaian terhadap perhitungan beta sehingga bias beta di pasar yang tipis (Sayekti, Gunarsih dan Wijayati, 2001). Menurut Hartono (2003) dan Arifin (2007),

bahwa metodologi *CAPM* pertama kali dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1969). Penerapan model *CAPM* membutuhkan banyak asumsi-asumsi yang harus dipenuhi. Oleh karena itu, riset yang berkaitan dengan *CAPM* banyak yang mengarah pada aspek metodologi tentang solusi dari asumsi tersebut. Kondisi ini juga sama dengan metodologi riset yang berkaitan *single index model* mengarah pada aspek metodologi yaitu *Multiple Index Models* (Elton dan Gruber 1995).

Asumsi-Asumsi *Capital Asset Pricing Model*

Tidak ada biaya transaksi, dengan demikian pemodal bias membeli atau menjual sekuritas tanpa menanggung biaya transaksi. Jika terdapat biaya transaksi, return dari setiap asset akan menjadi fungsi ada atau tidaknya yang dimiliki investor sebelum periode yang diputuskan. Asset dapat dipecah-pecah (*infinitely divisible*), artinya pemodal bias melakukan investasi sekecil apapun pada setiap jenis sekuritas.

Tidak ada pajak penghasilan perorangan (*personal income tax*). Hal ini berarti individu indifferen terhadap return yang didapatkan (*dividend* atau *capital gain*). Pemodal tidak dapat mempengaruhi harga saham dengan tindakan membeli atau menjual saham. Hal ini sejalan dengan asumsi pasar persaingan sempurna. Meskipun tidak ada pemodal individu yang dapat mempengaruhi harga, tindakan pemodal secara keseluruhan dapat mempengaruhi harga saham. Investor dalam membuat keputusan semata-mata berdasarkan pertimbangan *expected value* dan standar deviasi atas return portofolionya. Dalam mengambil keputusan portofolio, investor menggunakan kerangka acuan (Khajar, 2008).

Investor dapat melakukan *short sales Unlimited lending and borrowing at the riskless rate*. Sehingga investor dapat menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama. Merupakan asumsi ke 8 dan 9, Investor memiliki ekspektasi yang sama (*homogeneity of*

expectations). Pertama, investor diasumsikan sangat perhatian dengan mean dan varians dari return, dan semua investor diasumsikan menggunakan periode yang sama. Kedua, semua investor diasumsikan memiliki ekspektasi yang identik (sama) terhadap input untuk keputusan portfolio. Adapun input merupakan *expected return*, *variance return*, *correlation matrix*. Asumsi ke 10, semua asset dapat diperjualbelikan, termasuk *human capital*, dapat diperjualbelikan (Elton dan Martin, 2011).

Arbitrage Pricing Theory

Stephen Ross mengembangkan *Arbitrage Pricing Theory (APT)* pada tahun 1976. Ross memulai dengan *single factor model* yang hampir sama dengan *market model*. Ketidakpastian dalam return asset bersumber dari dua hal, yaitu: faktor ekonomi makro dan faktor ekonomi mikro atau spesifik perusahaan (Gallaghera dan Taylor, 2002).

APT pada dasarnya menggunakan pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. Konsep yang dipergunakan adalah hukum satu harga (*the law of one price*). Apabila aktiva yang berkarakteristik sama tersebut terjual dengan harga yang berbeda, maka akan terdapat kesempatan untuk melakukan *arbitrage* dengan membeli aktiva yang berharga murah dan pada saat yang sama menjualnya dengan harga yang lebih tinggi sehingga memperoleh laba tanpa risiko (Mun, 2007).

Pada model *APT* ini Ross (1976); Roll dan Ross (1980) mengemukakan bahwa tingkat pengembalian setiap surat berharga merupakan fungsi linear dari perubahan seperangkat faktor-faktor dasar, yaitu F_k , yang berlaku bagi semua surat berharga (Bodie, et al., 2009). Model yang dikembangkan muncul berdasarkan pada ide bahwa dalam pasar finansial yang kompetitif, proses *arbitrage* akan membuat dua aset yang memiliki karakteristik sama, misal

sama-sama *riskless*, akan memberi ekspektasi return yang sama pula. Proses *arbitrage* akan terjadi ketika ada dua aset yang sama karakteristik namun ekspektasi return-nya berbeda, dengan cara membeli aset yang harganya lebih murah dan menjual aset yang harganya lebih mahal. Jika kedua aset tersebut sama-sama *riskless* maka selisih harga tersebut menjadi pasti sehingga *arbitrator* akan memperoleh return tanpa menanggung risiko. Akibatnya permintaan atas aset yang berharga lebih murah akan meningkat sehingga harganya akan naik, sementara itu penawaran aset yang berharga lebih mahal juga akan meningkat sehingga harganya akan turun. Proses *arbitrage* akan berhenti ketika dua aset yang sama karakteristiknya tersebut harganya sudah tidak berbeda (Arifin, 2007: 40).

Seasonal dan Size Anomalies

Salah satu ciri dari model *asset pricing* adalah ke-eksklusif-annya. Jika model tersebut memang benar maka tidak ada faktor lain selain variabel yang dimodelkan yang secara signifikan dan sistematis berpengaruh terhadap nilai sekuritas. Hasil beberapa uji empiris dari CAPM menemukan beberapa variabel yang signifikan dan secara sistematis berpengaruh terhadap return sekuritas sehingga berpengaruhnya variabel tersebut dianggap sebagai anomali (Pracoyo dan Wijaya, 2011).

Gibbons dan Hess (1981) menemukan *abnormal return* yang signifikan negatif pada hari senin. Temuan ini sering disebut *Monday Effect*. Namun Connolly (1989) menemukan bahwa setelah mempertimbangkan biaya transaksi maka *Monday Effect* tersebut secara ekonomis tidak lagi menguntungkan. Sementara itu Banz (1981) dan Reinganum (1981) menemukan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel yang secara sistematis dan signifikan mempengaruhi return sekuritas sehingga dianggap sebagai anomali yang kemudian dikenal dengan nama *small firm effect*. Perusahaan yang lebih kecil secara signifikan memperoleh

abnormal return yang lebih besar.

Small effect ini dikuatkan oleh penelitian Fama dan French (2004) yang menemukan bahwa hanya ukuran perusahaan dan *book-to-market equity* yang berpengaruh signifikan terhadap return saham. Sementara itu Keim (1983) menemukan bahwa sekitar separuh dari *abnormal return* yang ditemukan oleh Reinganum terjadi di bulan Januari dan dari separuh tersebut setengahnya terjadi di lima hari pertama bulan Januari. Temuan ini menambah jenis anomali di pasar modal dengan variabel bulan Januari (*January Effect*). Temuan *January effect* juga dibuktikan oleh Tinic dan West (1984) yang menemukan anomali bahwa *risk premium* hanya terjadi pada bulan Januari baik untuk perusahaan ukuran besar maupun kecil.

Timbulnya ketidakteraturan (anomali) merupakan salah satu bentuk fenomena di pasar yang seharusnya tidak muncul apabila pasar dikatakan sudah efisien. Anomali dapat menyebabkan investor akan dapat memanfaatkan suatu situasi tertentu untuk memperoleh *abnormal return*. Pada teori keuangan setidaknya dikenal empat macam bentuk anomali. Berbagai bentuk anomali yang dikemukakan antara lain Anomali peristiwa, anomali musiman, anomali perusahaan dan anomali akuntansi (Tang dan Shum, 2003).

Monday effect, yang juga dikenal sebagai *week-end effect*, merupakan suatu *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effect* (efek kalender) yang terjadi pada pasar keuangan, yaitu ketika return saham secara signifikan negatif pada hari senin. Definisi lain mengatakan, *Monday effect* adalah suatu bukti empiris bahwa rata-rata return saham pada hari senin menunjukkan angka negatif atau lebih rendah dibandingkan rata-rata return pada hari perdagangan lainnya (Budileksmana, 2005).

Gejala *anomaly* tersebut menyimpang dari hipotesis pasar modal efisien bentuk lemah. Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menganggap bahwa informasi yang terkandung dalam harga saham historis adalah sepenuhnya tergambarkan dalam harga saham yang sekarang, dan

informasi tersebut tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *excess return* (Elton dan Martin, 2011). Peristiwa *seasonal anomaly* atau *calendar effect* pada pasar financial ini menyebabkan return pada hari senin dapat diprediksi berdasarkan data masa lalu sehingga akhirnya dapat dirancang suatu pedoman pasar yang dapat memanfaatkan pola musiman tersebut untuk mendapatkan *abnormal return*. Padahal di lain pihak, implikasi dari teori pasar modal efisien seharusnya tidak akan pernah ada pola pergerakan harga yang bersifat konstan dan bias dimanfaatkan untuk mendapatkan abnormal return secara konsisten (Tandelilin, 2010).

Isu-isu lainnya yang terkait dengan aspek metodologi dalam penelitian akuntansi, dan manajemen keuangan berbasis pasar modal adalah faktor-faktor yang melekat pada data, yang dapat menyebabkan hasil analisisnya menjadi bias. Faktor-faktor tersebut antara lain sebagai berikut: (1) *size effect*, (2) *industry effect*, (3) *confounding effect*, (4) multikolinearitas dan regresi, (5) normalitas data, dan (6) *level studies versus return studies* (Bernard, 1989). Selain itu, dalam berbagai penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal ini umumnya menggunakan data sekunder atau bersifat *archival* yang mendasarkan dari pasar sekuritas.

PENUTUP

Paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pada pasar modal dapat dikelompokkan menjadi 5 (lima) bidang fokus penelitian, adalah: (1) Efisiensi pasar, (2) Konsekuensi ekonomi, (3) Laba (*Earning*) sebagai variabel riset pasar modal, (4) *Information content* akuntansi selain laba, dan (5) Metodologi. Dengan menggunakan dua langkah pengambilan yang dapat dilakukan yaitu *accounting data as measurement* atau *fundamental analysis* atau *nonmarket based research* dan *accounting data as information*.

Dengan berdasarkan pada hasil penelitian Ball dan Brown (1968) yang mengawali penelitian empiris berbasis pasar modal, hasil penelitian ini sebagai pelopor dalam menimbulkan paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal, yang memfokuskan pada hubungan informasi laba akuntansi terhadap nilai saham. Hasil penelitian monumental ini, selanjutnya dikembangkan paradigma penelitian yang memfokuskan pada efisiensi pasar modal yang mempertimbangkan interaksi investor, dengan didasarkan pada tiga kondisi pasar yaitu pasar efisiensi berbentuk lemah (*Weak form*), pasar efisiensi berbentuk setengah kuat (*Semistrong form*) dan pasar efisiensi berbentuk kuat (*Strong form*). Penelitian berdasarkan efisiensi pasar modal, merupakan salah satu paradigma penelitian di samping adanya konsekuensi ekonomi yang bertujuan mengukur pengaruh atas standar akuntansi terhadap kinerja perusahaan atau pada reaksi pasar modal, keberadaan kinerja perusahaan selalu dikaitkan dengan laba. Laba ini dapat digunakan sebagai paradigma penelitian dengan mengorientasikan pada laba sebagai variabel penelitian pasar modal melalui pendekatan kebermanfaatan keputusan. Kandungan informasi (*information content*) akuntansi lainnya selain laba yang sering digunakan sebagai variabel dalam paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal antara lain: (1) rasio keuangan, (2) arus kas, (3) *disclosure* laporan keuangan. Dengan mengembangkan metodologi; beta, dan model pengukuran return (*Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Pricing Theory, Single Index Model*) serta *Seasonal dan Size Anomalies*.

Dengan mengetahui paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal, diharapkan akan memberikan kemudahan dan pemahaman dalam menentukan penelitian. Selanjutnya akan memberikan kemudahan dalam mengembangkan kemampuan dalam menentukan paradigma penelitian yang berkembang pada pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Z. (2007). *Teori Keuangan Dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Cetakan Kedua. Penerbit EKONISIA. Yogyakarta.
- Ball, R., and Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn): 159-178.
- Baridwan, Z. (1998). *Arah dan Topik Penelitian Akuntansi Keuangan*, Makalah dipresentasikan pada Semiloka Sehari “Arah dan Topik Penelitian Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal” di Yogyakarta Tanggal 18 Juli.
- Banz, R.W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Finance*. 48: 555-573.
- Beaver, W.H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Supplement to Journal of Accounting Research*: 67-92.
- Beaver, W.H. (1996). Directions in Accounting Research: NEAR and FAR. *Accounting Horizons* 10 June:113-124.
- Beaver, W.H. and Ryan, S.G. (1989). The Information Content of Security prices: A second look, *Journal of Accounting and Economics*, 11: 139-158.
- Bernard, V.L. (1989). *Capital Market Research in Accounting During the 1980's: A Critical Review*. Paper presented at the 50th Anniversary of the Accountancy Ph.D. Program at Urbana, Illinois, June: 1-3.
- Bernstein, L.A. and Wild, J.J. (1998). *Financial Statement Analysis*. Sixth edition. Singapore: McGraw-Hill Co.
- Bodie, Z., Kane, A., and J.A. Marcus. 2009. *Investment* 8 Edition. McGraw-Hill. New York.
- Budileksmana. A. 2005. Analisis The Monday Effect di Bursa Efek Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi ke-VIII Solo*: 491-503.
- Connolly, R. A. 1989. An Examination of the Robustness of the Weekend Effect. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 21: 133-169.
- Dawson, S.M. and Hiraki, T. (1985). Selling Unseasoned New Shares in Hongkong and Japan: A Test of Primary Market Efficiency and Under Pricing. *Hongkong Journal of Business Management*.
- Douglas, O.M. (1997). Income Smoothing and Incentive: Empirical Test Using Accounting Changes, *Accounting Review* 62: 358.

- Dyckman, T.R. and Morse, D. (1986). *Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*. Second Edition. New Jersey: Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs.
- Elton, E., and G.J. Martin. 2011. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Inc. Singapore.
- Elton, E.J., and Gruber, M.J. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 5th ed.* New York: John Wiley & Sons.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Market: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25 (2): 383-417.
- Fama, E. F., and K.R. French. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *The Journal of Economic Perspectives*. 18. 3: 25-46.
- Finger, C.A. (1994). The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow. *Journal of Accounting Research* 32. 210-223.
- Foster, G. (1981). Intra-Industry Information Transfers Associated with Earning Releases. *Journal of Accounting and Economics*. March: 201-232.
- Fowler, D.J., and Rorke, C.H. (1983). The Risk Measurement when Shares are Subject to Infrequent Trading: Comment, *Journal of Financial Economics* 12 (August): 279-284.
- Francis, J.C. (1991). *Investments : Analysis and Management Fifth Edition*. McGraw-Hill International Editions.
- Gallaghera, L. A., and M.P. Taylor. 2002. The Stock Return–Inflation Puzzle Revisited. *Economics Letter*. 75: 147-156.
- Gibbons, M.R., and P. Hess. 1981. Day of the Week Effects and Asset Return. *Journal of Business*. 54: 579-596.
- Hartono, J. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Cetakan Pertama. Edisi Ketiga. Penerbit BPF. Yogyakarta.
- Hendriksen, E.S. (1982). *Accounting Theory 4th Edition*. Richard D. Irwin, Inc.
- Husnan, S. (2000). *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisa Sekuritas*. Edisi kedua. Penerbit UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Keim, D.B. 1983. Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*. 12: 13-32.
- Khajar, I. 2008. Pengujian Efisiensi Dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek

- Indonesia Pada Saat Dan Sesudah Krisis Moneter Pada Saham-Saham LQ 45. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. 1.13: 245-265.
- Lev, B. (1989). On The Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research* 27: 153-192.
- Mun, K.C. 2007. Volatility and correlation in international stock markets and the role of exchange rate fluctuations. *International, Financial, Markets, Institutions & Money*. 17: 25-41.
- Ou, J.A., and Penman, S.H. (1989). Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Return. *Journal of Accounting and Economics* 11: 295-329.
- Pracoyo, A., dan E. Wijaya. 2011. Analisis Kinerja Saham Sektor Perbankan Di BEI 2006-2011. Call for Paper: Update Ekonomi, Akuntansi, dan Bisnis Indonesia. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta: 28 Juni.
- Reinganum, M.R. 1981. The Arbitrage Pricing Theory: Some Empirical Results. *Journal of Finance*. 36: 313-321.
- Roll, R., and S.A. Ross. 1980. An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory. *Journal of Finance*. 35: 1073-1103.
- Ross, S.A. 1976. The Arbitrage Pricing Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*. 13: 341-360.
- Sayekti, F., Gunarsih, T., dan Wijayanti, E.L. (2001). *Perhitungan Beta Pada Perdagangan Tidak sinkron – Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta tahun 1997*. Kompak No. 2: 230-254.
- Scott, W.R. (2006). *Financial Accounting Theory*. Fourth Edition. Pearson Prentice Hall. Toronto.
- Sunariyah. (1997). Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Manajemen, Ekonomi dan Bisnis*. Penerbit UPP-AMP YKPN. Yogyakarta.
- Tang, G. Y. N., and W.C. Shum. 2003. The Relationships Between Unsystematic Risk, Skewness and Stock Returns During Up and Down Markets. *International Business Review*. 12: 523-541.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Penerbit Kanisius. Yogyakarta.

Tinic, S.M. and R.R. West. 1984. Risk and Return: January Versus the Rest of the Year. *Journal of Financial Economics*. 13: 561-574.

Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Tentang *Pasar Modal*.

Utama, S. (1996). *Perkembangan Teori Akuntansi dalam Hubungannya dengan Pasar Modal*. Makalah dipresentasikan pada Pendidikan Profesi Berkelanjutan di Semarang Tanggal 11 September.

Watts, R.L., and Zimmerman, J.L. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall Inc.

Zeff, S.A. (1978). The Rise of Economic Consequences. *The Journal of Accountancy*: 56-63.

Lampiran 1

Abnormal Returns for Good News and Bad News Firms

