

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/330171489>

Relevansi Nilai Informasi Laporan Keuangan Untuk Pasar Saham: Pengujian Berbasis Return Model

Preprint · January 2019

DOI: 10.13140/RG.2.2.36808.78088

CITATIONS

0

READS

39

2 authors, including:



[Andreas Lako](#)

Soegijapranata Catholic University

85 PUBLICATIONS 73 CITATIONS

SEE PROFILE

Some of the authors of this publication are also working on these related projects:



GREEN ACCOUNTING: CONCEPTUAL FRAMEWORK AND APPLICATION [View project](#)

Working Paper:

**RELEVANSI NILAI INFORMASI LAPORAN KEUANGAN UNTUK
PASAR SAHAM: PENGUJIAN BERBASIS *RETURN MODEL***

Andreas Lako

Fakultas Ekonomi Unika Soegijapranata Semarang

Prof. Dr. Jogiyanto Hartono M., MBA

Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta

Abstract

This study investigates a considerable debate in recently accounting literature that financial statement numbers have lost a significant portion of their relevance over time for several last decades. Investigation is primarily focused on the value relevance of accounting numbers (i.e. unexpected stockholder's equity and unexpected net income) from the listed manufacturing firms at the Jakarta Stock Exchange over 1990-2002 by using return model.

The results show that value relevance of financial statement information has been declining over time for the last ten years. Its value relevance tends to embarrassingly low, that is, approximately 0.2 % - 29.8 % over time and 0.8 % by using pooled data. The value relevance of unexpected net income is higher than unexpected stockholder's equity. The findings also demonstrate that value relevance of the good news unexpected stockholder's equity is higher than the bad news unexpected stockholder's equity, whereas the value relevance of the good news unexpected net income is lower than the bad news unexpected net income. Our findings also indicate that value relevance of unexpected accounting numbers for stock market during periods of heightened uncertainty (1997-2002) is more informative than during certainty periods (1990-1996). Generally, our findings indicate that a valuation of the value relevance of financial statements information by using return model and unexpected accounting numbers will produce a lower explanatory power than by using price model and actual accounting numbers.

Keywords: *value relevance, stockholders' equity, net income, and explanatory power.*

I. Pendahuluan

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi klaim yang berkembang dalam literatur akuntansi dalam satu dekade terakhir bahwa *value relevance* (relevansi nilai) informasi laporan keuangan untuk investor pasar saham telah menurun atau memburuk kualitasnya dari waktu ke waktu. Klaim tersebut penting untuk diinvestigasi lebih lanjut karena berdasarkan hasil telaah literatur yang kami lakukan menunjukkan bahwa kesimpulan dari kebanyakan hasil studi empiris yang menginvestigasi tren *value relevance* informasi akuntansi untuk pasar saham dari waktu ke waktu belum konklusif (*equivocal*).

Sejumlah hasil studi empiris di Amerika Serikat (AS) melaporkan bukti-bukti empiris yang saling bertentangan. Untuk relasi laba dengan harga/return saham, Amir dan Lev (1996), Collins et al. (1997), Ely dan Waymire (1999), Francis dan Schipper (1999), Lev dan Zarowin (1999), dan Brief dan Zarowin (2002) melaporkan bahwa relevansi nilai (diukur dengan R^2) informasi laba cenderung menurun dalam beberapa dekade terakhir. Namun, Landsman dan Maydew (2002) dan Ryan dan Zarowin (2003) justru melaporkan bukti empiris yang sebaliknya. Untuk relasi nilai buku (ekuitas) dan arus kas dengan harga/return saham, sejumlah studi tersebut melaporkan bahwa relevansi nilai dari masing-masing item neraca tersebut cenderung meningkat dari waktu ke waktu. Namun, Amir dan Lev (1996), Lev dan Zarowin (1999), Chang (1999) justru melaporkan bahwa nilai buku dan arus kas telah kehilangan relevansinya dari waktu ke waktu

Sejumlah studi empiris yang menggunakan *settings* laporan keuangan perusahaan-perusahaan publik dari sejumlah negara anggota International Accounting Standards (berbasis

IAS atau GAAP¹ domestik) juga memberikan bukti-bukti yang belum konklusif. Sejumlah studi empiris yang menggunakan analisis komparatif *value relevance* informasi akuntansi perusahaan antar negara (Muller et al. 1994, Garcia-Ayuso et al. 1998; Ali dan Hwang 2000; Jaggi dan Li 2002; Bartov et al. 2002) juga melaporkan bukti-bukti yang belum konklusif.

Sejumlah hasil studi empiris *value relevance* informasi akuntansi di Indonesia (Warsidi 2002, Arsyah 2003, Lako 2004a) juga melaporkan bukti-bukti yang belum konklusif. Dengan menggunakan *price model*, Warsidi (2002) dan Arsyah (2003) melaporkan bahwa *value relevance* informasi akuntansi untuk pasar saham cukup tinggi yaitu berkisar 19 % - 75 % dan 14% - 61 % selama 1990-2000 dan 1991-2000. Namun dengan mengaplikasikan *return model* dan angka-angka akuntansi nominal dari emiten manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama 1990-2002, Lako melaporkan bahwa relevansi nilai informasi akuntansi (ekuitas dan laba) untuk pasar saham cukup rendah, yaitu berkisar 1 % -10 %.

Salah satu penyebab belum konklusifnya hasil-hasil riset tersebut adalah akibat adanya misspesifikasi dalam metoda valuasi, khususnya penggunaan *price model* dan *return model*. Kebanyakan studi *value relevance* informasi akuntansi menggunakan metoda valuasi berbasis *price model*. Hasil telaah Ota (2001) terhadap sejumlah studi *value relevance* informasi akuntansi berbasis *price model* dan *return model* menunjukkan bahwa, meskipun kedua model diderivasi dari basis teoritis yang sama yaitu dari model Ohlson (1995, 1999), namun R^2 dan koefisien regresi berbasis *price model* jauh lebih tinggi daripada *return model*. Ota menyatakan bahwa penggunaan *price model* sebagai satu-satunya basis inferensi tentang *value relevance* informasi akuntansi dapat menyesatkan. Ota mengusulkan agar para periset menggunakan *price model* dan *return model* secara bersama-sama.

¹ *Generally accepted accounting principles* atau prinsip-prinsip akuntansi berterima umum.

Usulan Ota tersebut tidak menyelesaikan masalah. Christie (1987) dan Kothari dan Zimmerman (1995) menyatakan bahwa *price model* mengandung permasalahan ekonometrik yang lebih serius dibanding *return model*. Easton (1999), Holthausen dan Watts (2001), Barth et al. (2001), dan Beaver (2002) menyimpulkan bahwa penggunaan *price model* untuk menguji relevansi nilai informasi akuntansi memiliki keterbatasan mendasar karena mengandung sejumlah masalah ekonometrik yang krusial, terutama masalah *scale effect*. Easton (1999) dan Beaver (2002) menyatakan bahwa penggunaan *return model* untuk menilai relevansi nilai informasi akuntansi jauh lebih reliabel dibanding *price model*.

Dari pemaparan di atas, maka investigasi lebih lanjut terhadap klaim bahwa informasi laporan keuangan telah kehilangan atau menurun relevansi nilainya bagi pasar saham dengan mengaplikasikan *return model* yang memiliki permasalahan ekonometrik yang minimal menjadi sangat penting. Studi ini juga penting karena dimaksudkan untuk menguji klaim dari sejumlah hasil studi bahwa perbedaan dalam orientasi sistem pasar modal, sistem rejim pelaporan keuangan, tipe entitas bisnis, level penegakan regulasi, kondisi ekonomi dan politik, dan kerangka konseptual standar akuntansi yang dianut oleh masing-masing negara dapat menyebabkan perbedaan besaran relevansi nilai informasi akuntansi antar negara.

Karena itu, studi ini bertujuan untuk menginvestigasi relevansi nilai informasi laporan keuangan dari emiten manufaktur yang tercatat di BEJ selama 1990-2002. Berbeda dengan studi-studi sebelumnya, studi ini mengaplikasikan *return model*² dan memfokuskan pada dua item utama laporan keuangan, yaitu: 1) *stockholder's equity* (ekuitas pemegang saham) dan 2) *net income* (laba bersih). Untuk menganalisis relevansi nilai informasi laporan keuangan dari

² Beaver (2002) menyatakan bahwa *price level* dipilih jika masalahnya adalah untuk menentukan apakah angka-angka akuntansi tercermin dalam nilai perusahaan, sementara *return model* dipilih jika tujuannya adalah untuk menjelaskan perubahan-perubahan dalam nilai selama beberapa periode waktu tertentu. Studi ini menggunakan *return model* karena tujuannya adalah untuk menjelaskan perubahan-perubahan dan relevansi nilai informasi akuntansi untuk pasar saham selama beberapa periode waktu tertentu.

waktu ke waktu, dua item laporan keuangan tersebut dikelompokkan dalam dua kategori, yaitu informasi *good news* (GN) dan *bad news* (BN)³. Studi ini juga menginvestigasi relevansi nilai informasi akuntansi sebelum periode krisis (1990-1996) dan sesudah periode krisis ekonomi (1997-2002).

Hasil investigasi menunjukkan bahwa tren relevansi nilai informasi laporan keuangan untuk pasar saham sangat rendah dan cenderung menurun dari tahun ke tahun dalam sepuluh tahun terakhir. Secara gabungan (panel), informasi akuntansi hanya menjelaskan sekitar 0,8 persen dari variansi return saham selama 1990-2002, dan informasi laba tampak lebih informatif dibanding ekuitas. Hasil juga menunjukkan bahwa ekuitas dan laba, baik secara gabungan maupun individual, selama dan setelah periode krisis lebih informatif dibanding periode sebelum krisis. Untuk ekuitas dan laba GN dan BN, hasil analisis menunjukkan bahwa informasi ekuitas GN (SEGN) lebih informatif dibanding ekuitas BN (SEBN); sementara laba GN (NIGN) kurang informatif dibanding laba BN (NIBN).

Sistematika pembahasan dalam studi ini adalah sebagai berikut. Setelah pendahuluan, bagian kedua membahas tinjauan literatur tentang *value relevance* informasi laporan keuangan dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga membahas desain riset, sementara bagian keempat membahas hasil penelitian dan pengujian hipotesis. Bagian terakhir memaparkan kesimpulan, keterbatasan dan usulan untuk riset berikutnya.

³ Suatu informasi ekuitas atau laba pada suatu tahun dikategorikan sebagai informasi *good news* (GN) jika hasil pengurangan nilai ekuitas atau laba tahun berjalan dengan tahun sebelumnya dibagi dengan ekuitas atau laba tahun sebelumnya lebih besar dari nol (bertanda positif). Sebaliknya, suatu informasi ekuitas atau laba dikategorikan sebagai *bad news* (BN) jika hasil pengurangan nilai ekuitas atau laba tahun berjalan dengan tahun sebelumnya dibagi ekuitas atau laba tahun sebelumnya lebih kecil dari nol (bertanda negatif). Menurut Scott (2003), dengan membedakan informasi akuntansi berbasis *historical cost* ke dalam informasi GN dan BN, maka informasi akuntansi dapat bermanfaat bagi investor dalam memprediksikan *expected returns* dan *expected risk* perusahaan dimasa datang.

II. Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Esensi *Value Relevance* Informasi Laporan Keuangan

Dalam literatur akuntansi, suatu angka akuntansi didefinisikan sebagai *value relevance* jika angka tersebut berasosiasi secara signifikan dengan nilai-nilai pasar ekuitas [Beaver (1998), Ohlson (1995 dan 1999), Barth (2000), Holthausen dan Watts (2001) dan Barth et al. (2001)]. Menurut Barth et al. (2001), suatu angka akuntansi dikatakan *value relevance*, yaitu memiliki relasi signifikan dengan harga-harga atau return saham, jika angka tersebut mencerminkan informasi relevan untuk investor dalam menilai perusahaan dan diukur dengan cukup reliabel yang tercermin dalam harga-harga atau return saham.

Easton (1999) dan Beaver (2002) menyatakan bahwa riset *value relevance* bertujuan untuk menguji asosiasi antara variabel dependen berbasis harga (return) sekuritas dengan sejumlah variabel akuntansi. Menurut Barth et al. (2001) dan Beaver (2002), riset *value relevance* berperan penting untuk memberikan bukti-bukti empiris tentang apakah angka-angka akuntansi yang berhubungan dengan nilai pasar sekuritas yang diprediksikan. Jika relasi antara harga/return saham dengan angka-angka akuntansi (diukur dengan koefisien regresi atau R^2) lebih besar atau tidak sama dengan nol, maka angka-angka tersebut memiliki *value relevance* untuk pasar saham. Demikian pula sebaliknya.

2.2. Telaah Riset-riset Terdahulu dan Perumusan Hipotesis

Secara umum, sejumlah riset yang menginvestigasi relevansi nilai informasi laporan keuangan [Easton et al. (1993), Amir dan Lev (1996), Collins et al. (1997), Ely dan Waymire (1999), Francis dan Schipper (1999), Lev dan Zarowin (1999), Brief dan Zarowin (2002), Brown et al. (1999), Charitou dan Clubb (2000), Jorin dan Talmor (2001), Sami dan Zhou

(2002), Ryan dan Zarowin (2003), Chen dan Zhang (2003)] melaporkan bahwa informasi laporan keuangan memiliki relevansi nilai untuk pasar saham. Namun, temuan tentang tren dan besaran relevansi nilai informasi akuntansi yang dilaporkan oleh masing-masing periset cenderung berbeda antar satu dengan lainnya.

Kebanyakan periset AS melaporkan bahwa terjadi penurunan relevansi nilai informasi laporan keuangan dari waktu ke waktu. Lev (1989), Amir dan Lev (1996), Collins et al. (1997), Francis dan Schipper (1999) dan Ely & Waymire (1999) melaporkan telah terjadi penurunan relevansi nilai laba dan kenaikan relevansi nilai dari neraca. Chang (1999) memberi bukti bahwa terjadi penurunan relevansi nilai informasi laba dan nilai buku. Sementara Lev & Zarowin (1999) yang melaporkan bahwa kegunaan laba, arus kas, dan nilai buku ekuitas sedang memburuk selama 20 tahun terakhir.

Sementara riset-riset terbaru yang menggunakan *settings* informasi akuntansi dari sejumlah negara anggota International Accounting Standards Committee (IASC) memberikan hasil yang agak berbeda dengan hasil-hasil riset di AS {Muller et al. (1994), Ali dan Hwang (2000), Garcia-Ayuso et al. (1998), Canibano et al., (2000); Bodnar et al. (2002), dan Jaggi dan Li (2002)}. Muller et al. (1994) melaporkan bahwa relevansi nilai laporan keuangan dari negara-negara yang menganut *bank-oriented system* semakin menurun dibanding negara-negara penganut *market/equity oriented*.

Ali dan Hwang (2000) melaporkan bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan untuk negara-negara yang menggunakan *bank-oriented systems* dan negara-negara penganut sistem *Continental* lebih rendah dibanding AS dan Inggris yang menganut *market-oriented*. Selain itu juga dilaporkan bahwa relevansi nilai laporan keuangan lebih rendah jika aturan-aturan perpajakan secara signifikan mempengaruhi pengukuran akuntansi. Hal ini

dikarenakan aturan-aturan perpajakan dipengaruhi oleh tujuan politik, ekonomi dan sosial daripada kebutuhan informasi dari para investor.

Garcia-Ayuso et al. (1998) yang menguji relevansi nilai informasi akuntansi di beberapa pasar modal negara-negara Uni Eropa, Jepang dan AS melaporkan bahwa ada perbedaan yang signifikan dalam relevansi nilai angka-angka akuntansi untuk investor. Namun, perbedaan itu tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh perbedaan dalam tingkat konservatisme antar sistem akuntansi. Canibano et al. (2000) yang menguji *explanatory power* dari laba dan nilai buku dari beberapa negara Uni Eropa melaporkan bahwa ada perbedaan yang signifikan dalam relevansi nilai laba dan nilai buku antar negara Eropa. Mereka juga melaporkan bahwa laba dan nilai buku tidak kehilangan relevansi nilainya selama beberapa dekade terakhir.

Bodnar et al. (2002) menguji relevansi nilai dari *geographical earnings disclosures* dari perusahaan-perusahaan yang tercatat dan berdomisili di Australia, Canada, dan Inggris. Dilaporkan bahwa laba *foreign* untuk tiga negara itu dinilai secara berbeda dari laba domestik. Hasil estimasi terhadap koefisien asosiasi untuk perubahan dalam *foreign earnings* dengan *returns* adalah positif untuk tiga negara dan secara statistik lebih besar dari koefisien asosiasi untuk perubahan laba domestik di Canada dan Inggris.

Jaggi dan Li (2002) menguji *value relevance* laba berdasarkan IAS untuk 35 negara anggota IASC. Mereka melaporkan bahwa laba berbasis IAS lebih relevan dibanding laba berbasis GAAP untuk perusahaan-perusahaan Jerman, Italia dan Swiss; namun laba berbasis GAAP domestik secara komparatif lebih memiliki relevansi nilai untuk perusahaan-perusahaan Perancis. Evaluasi komparatif atas *value relevance* dari laba berbasis IAS antar negara menunjukkan bahwa *value relevance* laba berbeda antar negara. Hasil ini

mengindikasikan bahwa relevansi nilai laba berbasis IAS berbeda-beda, bahkan antar dua negara berbasis *code law* (hukum yang berbeda).

Sementara sejumlah hasil riset *value relevance* di Indonesia (Warsidi 2002, Arsyah 2003, Lako 2004a), juga melaporkan bukti-bukti yang belum konklusif. Dengan menggunakan *price model*, Warsidi (2002) dan Arsyah (2003) melaporkan bahwa *value relevance* informasi laporan keuangan (laba dan nilai buku) cukup tinggi yaitu berkisar 19 % - 75 % dan 14% - 61 %. Namun, dengan mengaplikasikan *return model* dan angka-angka ekuitas dan laba aktual, Lako (2004b) melaporkan bahwa *value relevance* informasi akuntansi keuangan berkisar 1 % - 10 %.

Secara keseluruhan, hasil-hasil riset empiris yang menguji klaim bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan sudah menurun atau memburuk kualitasnya dalam beberapa dekade terakhir belum konklusif. Selain disebabkan karena adanya perbedaan dalam sistem hukum, sistem bisnis, sistem pasar modal dan regulasi akuntansi antar negara (Saudagaran 2001), hasil-hasil yang belum konklusif tersebut terutama disebabkan karena adanya misspesifikasi dalam model valuasi untuk mengukur *value relevance* informasi akuntansi, khususnya penggunaan *price model (price-level regression)* dan *return model (return regression)* serta asumsi-asumsi yang mendasarinya. Sejumlah periset yang mengaplikasikan kedua model tersebut (Harris et al. 1994, Nwaeze 1998, Ely dan Waymire 1999, Francis dan Schipper 1999, Lev dan Zarowin 1999, dan Ota 2001) melaporkan bahwa R^2 dari *price model* jauh lebih tinggi daripada *return model*. Misalnya, Harris et al. (1994), Ely dan Waymire (1999), Francis dan Chipper (1999), Lev dan Zarowin (1999) dan Ota (2001) masing-masing melaporkan bahwa R^2 informasi akuntansi dengan *price model* adalah 34 %, 44 %, 62 %, 76 % dan 46 %; sementara R^2 dengan *return model* masing-masing adalah 7 %, 18 %, 22 %, 7 % dan 6 %.

Namun, Christie (1987) dan Kothari dan Zimmerman (1995) menyatakan bahwa penggunaan *price model* mengandung permasalahan ekonometrik yang lebih serius dibanding *return model*. Hal yang sama juga dinyatakan Easton (1999), Holthausen dan Watts (2001), Barth et al. (2001), dan Beaver (2002) bahwa menggunakan *price model* untuk menguji *value relevance* informasi akuntansi memiliki keterbatasan mendasar karena mengandung sejumlah masalah ekonometrik yang krusial, terutama masalah *scale effect* karena perusahaan-perusahaan besar dan kecil memiliki perbedaan yang signifikan dalam nilai pasar dan angka-angka akuntansi. Easton (1999) dan Beaver (2002) mengusulkan bahwa menggunakan *return model* untuk menilai relevansi nilai informasi akuntansi jauh lebih handal dibanding *price model*. Dari perspektif *belief adjustment theory* (BAT), penggunaan *return model* dinilai lebih relevan dan dapat diterima secara umum karena model tersebut mampu mengukur *prior belief* dan *current belief* investor dalam proses pengambilan keputusan investasi untuk membeli, menjual atau menahan suatu saham.

Berkenaan dengan hasil-hasil yang belum konklusif tersebut, maka patut diduga bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di BEJ tidak mengalami penurunan relevansi nilainya untuk selama periode 1990-2002. Karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: *Tidak terjadi penurunan relevansi nilai informasi laporan keuangan emiten manufaktur BEJ untuk pasar saham dari waktu ke waktu.*

Untuk menguji sensitivitas relevansi nilai informasi akuntansi berdasarkan tingkat pertumbuhannya dan juga untuk mengurangi problema ekonometrik akibat adanya *scale effects*, maka ekuitas dan laba dikelompokkan dalam informasi *good news (GN)* dan *bad news (BN)*. Hasil telaah literatur peneliti terhadap hasil-hasil studi relevansi nilai sebelumnya

menunjukkan bahwa para periset belum membedakan dan menguji perbedaan relevansi nilai informasi keuangan GN dan BN.

Sejumlah studi yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laba GN dan laba BN memberikan bukti empiris bahwa kekuatan penjelas dari laba GN lebih tinggi dari laba BN (Ball dan Brown 1968, Foster 1977, Pattel dan Wolfson 1982, Hayn 1995, Basu 1997, dan Lako 2004c). Bukti empiris tersebut konsisten dengan prediksi dari teori *efficient market hypothesis* bahwa pasar sekuritas akan secara positif terhadap publikasi informasi *good news*, dan sebaliknya merespon secara negatif terhadap publikasi informasi *bad news*. Berdasarkan prediksi tersebut, maka diajukan dua hipotesis berikut:

H_{2a}: Relevansi nilai informasi ekuitas good news lebih tinggi daripada informasi ekuitas bad news.

H_{2b}: Relevansi nilai dari informasi laba good news lebih tinggi daripada informasi laba bad news.

Dalam satu dekade terakhir, kondisi sosial-politik dan ekonomi Indonesia mengalami dua fase penting. Fase pertama, periode 1990-1996, adalah periode stabil. Pada fase ini tidak terjadi krisis ekonomi dan gejolak sosial-politik sehingga tidak terjadi gejolak harga saham, nilai tukar rupiah, suku bunga, dan inflasi yang signifikan. Selama periode ini, relevansi nilai informasi akuntansi diduga tidak mengalami fluktuasi yang signifikan. Fase kedua, periode 1997-2002, adalah periode krisis ekonomi dan sosial-politik sehingga terjadi gejolak nilai tukar, inflasi, suku bunga, dan harga saham. Selama fase ini, relevansi nilai informasi akuntansi diduga mengalami kenaikan dan berfluktuasi secara signifikan.

Prediksi tersebut merujuk pada temuan Christensen (2002) bahwa informasi keuangan, terutama laba, selama terjadi peristiwa-peristiwa kacau-balau (*cathastropic events*) lebih informatif dibanding selama periode normal. Lako (2004b) melaporkan bahwa relevansi nilai informasi akuntansi selama periode krisis ekonomi lebih tinggi dibanding sebelum krisis

(1990-1996). Lako (2004c) melaporkan bahwa R^2 dari publikasi laba GN yang mengandung efek pengganggu (negatif) lebih tinggi dari publikasi laba GN yang tidak mengandung efek pengganggu. Karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H_{3a} : *Value relevance informasi laporan keuangan perusahaan periode sebelum krisis lebih rendah daripada periode sesudah krisis.*

H_{3b} : *Value relevance dari informasi ekuitas dan laba good news dan bad news sesudah periode krisis lebih tinggi (informatif) daripada periode sebelum krisis.*

III. Metode Penelitian

3.1. Pengambilan Sampel dan data

Riset ini menggunakan data *cross-sectional* dan panel. Prosedur seleksi sampel dilakukan sebagai berikut: Pertama, sampel adalah emiten manufaktur yang sahamnya tercatat dan diperdagangkan di BEJ selama 1990–2002. Karena itu, emiten yang tercatat pada periode penelitian juga dimasukkan menjadi sampel. Demikian juga emiten yang semula terdaftar dan kemudian *delisted* juga dimasukkan sebagai sampel selama periode sahamnya aktif diperdagangkan. Kedua, sampel menerbitkan laporan keuangan auditan 1990–2002 yang dipublikasikan selama Januari–April 1991–2003. Karena itu, emiten yang tidak melaporkan dalam periode tersebut tidak dimasukkan menjadi sampel. Ketiga, emiten yang memiliki tingkat kenaikan (penurunan) ekuitas dan laba yang ekstrim dianggap sebagai *outliers* sehingga tidak dimasukkan menjadi sampel. Berdasarkan prosedur tersebut, jumlah emiten yang terpilih menjadi sampel untuk periode pelaporan keuangan 1990–2002 adalah 1294 observasi. Perinciannya disajikan dalam Tabel 1.

Untuk data laporan keuangan tahunan, tanggal pengumuman laporan keuangan, return saham, dan lainnya diperoleh dari sumber-sumber berikut ini:

- a. Data *stockholder's equity* dan *net income* laporan keuangan perusahaan manufaktur periode 1990-2002 diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 1991-2003 yang diterbitkan ECFIN (Institute for Economic and Financial Research).
- b. Tanggal publikasi laporan keuangan perusahaan diperoleh dari Biro PKP Bapepam.
- c. Data return saham diperoleh dari Pusat Database Pasar Modal FE- UGM.

3.2. Variabel dan Model Penelitian

Untuk menganalisis apakah terjadi kenaikan (penurunan) relevansi nilai informasi laporan keuangan dari waktu ke waktu, penelitian ini menggunakan dua komponen utama laporan keuangan yaitu neraca dan laporan laba-rugi sebagai variabel independen. Ada dua item utama laporan keuangan kejutan (*unexpected*) yang digunakan, yaitu: 1) *Stockholder's equity* (SE) yaitu aset dikurangi hutang, mewakili neraca; dan 2) *Net income* (NI) yaitu laba bersih setelah pos item *extraordinary*, mewakili laporan laba-rugi⁴. Penggunaan SE merujuk pada model estimasi Rees (1999), Garcia-Ayuso et al. (1998), dan Klumpes (2001). Penggunaan NI merujuk pada model Collins et al. (1997), Francis dan Schipper (1999), Ely dan Waymere (1999), Lev dan Zarowin (1999), dan Sami dan Zhou (2002). Untuk menghitung nilai SE dan NI kejutan pada suatu tahun tertentu, digunakan rumus berikut:

$$\Delta SE_{j,t} = \frac{SE_{t,0} - SE_{t,-1}}{SE_{t,-1}} \quad (1)$$

$$\Delta NI_{j,t} = \frac{NI_{t,0} - NI_{t,-1}}{NI_{t,-1}} \quad (2)$$

Keterangan:

⁴ Selain dua komponen tersebut, *cash flow* (arus kas) juga merupakan komponen utama laporan keuangan (SAK 2002). Namun karena Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) dan Bapepam baru mewajibkan emiten membuat dan melaporkan laporan arus kas pada tahun 1995, dan emiten secara efektif baru membuat pelaporan *cash flows* tahun 1996, maka riset ini tidak memasukkan *net cash flow* sebagai variabel penelitian.

$\Delta SE_{j,t}$ = Perubahan stockholder's equity (ekuitas) perusahaan j pada periode tahun t

$SE_{t,0}$ = Ekuitas perusahaan j pada tahun berjalan

$SE_{t,-1}$ = Ekuitas perusahaan j pada tahun sebelumnya

$\Delta NI_{j,t}$ = Perubahan net income (laba) perusahaan j pada periode tahun t

$NI_{t,0}$ = Laba perusahaan j pada tahun berjalan

$NI_{t,-1}$ = Laba perusahaan j pada tahun sebelumnya

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan model (1) dan (2), jika nilai kejutan dari $SE_{j,t}$ dan $NI_{j,t}$ lebih besar dari nol ($SE_{j,t}/NI_{j,t} > 0$), maka dikategorikan sebagai informasi GN. Sebaliknya, jika nilainya menunjukkan lebih kecil dari nol ($SE_{j,t}/NI_{j,t} < 0$), maka dikategorikan sebagai informasi BN.

Untuk variabel dependen, studi ini menggunakan return saham ($R_{i,j}$). Return setiap sekuritas yang digunakan adalah rata-rata return harian setiap sekuritas tanggal 30 April⁵ yang dihitung dengan menggunakan metode rata-rata geometrik selama satu tahun (300 hari perdagangan) dengan rumus (PPA UGM, 2001) sebagai berikut:

$$RATARGHST_t = ((1 + RET_a) (1 + RET_a) (1 + RET_{a-1}) \dots (1 + RET_t))^{1/n} - 1 \quad (3)$$

Keterangan:

$RETH_t$ = Return harian masing-masing emiten hari ke-t

a = awal periode, yaitu tanggal hari efektif tahun t

t = tanggal hari efektif tahun t

n = jumlah hari

Untuk menguji relevansi nilai SE dan NI dalam menjelaskan return saham dari waktu ke waktu (menguji H_1), riset ini menggunakan persamaan regresi berikut:

$$R_{it} = \beta_1 + \beta_2 SE_{it} + \beta_3 NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Keterangan:

R_{it} : RATARGHST⁶, yaitu rata-rata return harian setiap sekuritas yang dihitung dengan menggunakan metode rata-rata geometrik selama 12 bulan dari sekuritas i yang diukur dari bulan April tahun fiskal sebelumnya hingga akhir April tahun fiskal t tanggal pelaporan keuangan perusahaan. RATARGHST yang digunakan RATARGHST tanggal 30 April.

⁵ Khusus untuk laporan keuangan 2002, digunakan RATARGHST tanggal 31 Maret 2003 karena berdasarkan ketentuan Bapepam tahun 2002, semua emiten wajib mempublikasikan laporan keuangan tahunan audit paling lambat 31 Maret. Meskipun lebih dari 60 persen emiten tidak memenuhi ketentuan tersebut (terlambat), namun studi ini tetap menggunakan tanggal 31 Maret sebagai tanggal formal batas akhir pelaporan keuangan.

⁶ Penggunaan RATARGHST tanggal 30 April sebagai variabel dependen didasarkan pada asumsi bahwa informasi laporan keuangan merupakan suatu komoditas penting yang dihasilkan dari suatu proses produksi informasi yang sangat kompleks dalam satu periode akuntansi, dan pihak-pihak yang berkepentingan selalu berusaha untuk mengobservasi dan mendapatkan informasi tersebut setiap saat.

SE_{it} : *Stockholder's equity* (ekuitas pemegang saham) perusahaan i pada periode tahun fiskal t
 NI_{it} : *Net income* (laba bersih) perusahaan i pada periode tahun fiskal t
 ε_{it} : *residual term* (nilai residual) perusahaan i pada periode tahun fiskal t

Untuk menguji relevansi nilai dari masing-masing variabel laporan keuangan dan interaksi antar variabel tersebut dalam menjelaskan return saham (R_i), riset ini menggunakan regresi spatial berikut:

$$\text{Relasi } SE_{it} - R_{it} \longrightarrow R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 SE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\text{Relasi } NI_{it} - R_{it} \longrightarrow R_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Untuk menguji apakah relevansi nilai ekuitas dan laba GN lebih tinggi dibanding ekuitas dan laba BN (menguji hipotesis H_{2a} dan H_{2b}), maka digunakan persamaan berikut ini:

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 SEGN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7a)$$

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 SEBN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7b)$$

$$R_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_2 NIGN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8a)$$

$$R_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_2 NIBN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8b)$$

Untuk menguji tren relevansi nilai informasi akuntansi sebelum dan sesudah krisis ekonomi (hipotesis H_3), sampel dibedakan dalam dua grup. Persamaan regresi berikut menggunakan variabel *dummy* untuk menguji hipotesis tersebut:

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_{2i} + \beta_2 SE_{it} + \beta_3 NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

dengan $D = 0$ untuk periode sebelum krisis (1990-1996); dan $D = 1$ untuk periode sesudah krisis (1997-2002). Variabel *dummy* juga digunakan dalam regresi spatial untuk menguji *value relevance* SEGN dan SEBN, dan NIGN dan NIBN sebelum-sesudah krisis ekonomi.

IV. Hasil Empiris dan Analisis

4.1. Statistik Dekriptif

Tabel 1 menyajikan data statistik deskriptif dari sampel *cross sectional* maupun *pooled*.

Tampak bahwa mean untuk SE dan NI selama 1990-1996 dan 1999 lebih besar dari nol atau

positif. Sementara selama 1997 -2002, mean dari SE adalah positif pada 1997-1998 dan 2000-2001, dan mean dari NI semuanya bertanda negatif. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja laporan keuangan dalam enam tahun terakhir mengalami penurunan dibandingkan dengan periode sebelum krisis ekonomi. Secara keseluruhan, mean dari ekuitas dan laba adalah sebesar 0,3834 dan -0,1467.

----- Inset Tabel 1 di sini -----

4.2. Uji Asumsi Klasik

Ada dua uji asumsi klasik yang dilakukan. Pertama, menguji multikolinearitas dan heteroskedastisitas untuk data *cross-sectional* dari tahun 1990 –2002. Hasil uji asumsi klasik multikolinearitas dengan menggunakan *variance inflation factor* (VIF) menunjukkan nilai VIF untuk laporan keuangan 1992–2002 adalah di bawah 2,5%. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada multikolinearitas yang tinggi antar variabel independen. Untuk menguji adanya heteroskedastisitas, studi ini menggunakan *Linear Regression Plot* untuk melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen (R_i) dengan residualnya. Dari grafik *scatterplots* terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar di atas dan di bawah angka nol sumbu Y. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas yang ekstrim pada model regresi (lihat Lampiran 1).

Pengujian kedua adalah uji asumsi homoskedastisitas, multikolineariti, heteroskedastisitas, autokorelasi dan normalitas untuk data panel. Dari hasil pengujian tampak bahwa nilai VIF dan Durbin-Watson kurang dari 2,5. Grafik histogram dan *normal plot* menunjukkan pola distribusi yang mendekati normal dan titik-titik dari grafik *normal plot* menyebar di sekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Secara keseluruhan, model regresi yang digunakan memenuhi sejumlah asumsi klasik.

4.3. Analisis *Value Relevance* Informasi Laporan Keuangan

Untuk menguji tren relevansi nilai informasi laporan keuangan, Tabel 2 melaporkan R^2 informasi laporan keuangan dari waktu ke waktu selama periode 1990-2002 untuk relasi return saham dengan ekuitas (SE) dan laba (NI). Dari Tabel 2, tampak bahwa nilai R^2 dari informasi laporan keuangan (gabungan SE dan NI) berkisar antara 0,2 % - 29,8 %. Nilai R^2 informasi laporan keuangan tertinggi terjadi tahun 1992 (29,8 %), sementara nilai terendah terjadi tahun 2001 (0,2 %). Dengan data *pooled*, tampak bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan sangat kecil, yaitu hanya 0,8 %. Hal ini berarti bahwa 99,2 % perubahan return saham dijelaskan oleh faktor-faktor lain.

----- Insent Tabel 2 di sini-----

Untuk menguji relevansi nilai dari masing-masing item laporan keuangan terhadap return saham, Tabel 2 juga menyajikan hasil regresi SE dengan R_i dan NI dengan R_i . Tampak R^2 dari relasi SE dengan R_i tertinggi terjadi tahun 1991 (20,3 %), dan terendah tahun 1995 dan 1996 (0 %). Untuk relasi NI dengan R_i , R^2 tertinggi terjadi tahun 1992 (29,5 %), sementara nilai terendah terjadi tahun 1999, 2000 dan 2002 (0,1 %). Secara keseluruhan, SE dan NI masing-masing menjelaskan 0 % dan 0,7 % variansi return saham.

Dari Gambar 1, terlihat informasi SE dan NI, baik secara gabungan maupun individual, cenderung mengalami penurunan dalam sepuluh tahun terakhir. Tampak relevansi nilai SE sebelum periode krisis (1992-1997) lebih rendah dari NI, dan pasca krisis (1998-2002) relevansi nilai SE lebih tinggi dari NI. Secara keseluruhan, relevansi nilai informasi NI lebih tinggi dari SE (lihat Tabel 4).

----- Insert Gambar 1 di sini -----

Berdasarkan pemaparan tersebut, maka pernyataan hipotesis (H_1) bahwa tidak terjadi penurunan relevansi nilai informasi laporan keuangan emiten manufaktur BEJ dari waktu ke

waktu tidak didukung secara empiris. Temuan ini bertentangan dengan temuan Warsidi (2002), Arsyah (2003) dan Lako (2004b) yang melaporkan bahwa tidak terjadi penurunan relevansi nilai informasi keuangan dari waktu ke waktu.

4.4. Value Relevance dari Informasi Ekuitas dan Laba *Good News* dan *Bad News*

Karena hasil pengujian seperti dilaporkan pada poin 4.3. menunjukkan bahwa relevansi nilai SE dan NI sangat kecil, maka kami melakukan analisis sensitivitas dengan mengelompokkan SE dan NI menjadi informasi GN dan BN. Dengan mengaplikasikan persamaan (7a,b) dan (8a,b), maka relevansi nilai (R^2) dari SEGN dan SEBN dan NIGN dan NIBN selama 1990-2002 disajikan dalam Tabel 3.

----- Insert Tabel 3 disini -----

Dari Tabel 3, tampak R^2 dari SEGN dan SEBN selama periode 1990-2002 berkisar 0 % - 15,8 % dan 0 % - 12,6 %. Untuk SEGN, R^2 yang paling rendah (0 %) terjadi tahun 1995-1997, dan R^2 tertinggi terjadi tahun 1991. Sementara untuk SEBN, R^2 tertinggi terjadi pada 1991-1992 dan terendah pada 1990 dan 1997. Secara keseluruhan, R^2 dari SEGN (919 observasi) dan SEBN (374 observasi) adalah 0,1% dan 0 %. Tabel 3 juga melaporkan bahwa R^2 dari NIGN dan NIBN berkisar 0 % - 12,4 % dan 0 % - 22,2 %. Untuk NIGN, R^2 tertinggi (12,4 %) terjadi pada 1992, dan R^2 terendah terjadi pada 1999. Sementara untuk NIBN, R^2 tertinggi terjadi pada 1990 dan terendah pada 1999. Secara keseluruhan, R^2 dari NIGN (657 observasi) dan NIBN (636 observasi) adalah 0,3% dan 2,1 %.

Gambar 2 dan Gambar 3 menunjukkan bahwa tren relevansi nilai informasi SEGN dan SEBN dan NIGN dan NIBN berfluktuasi dan tidak menunjukkan pola penurunan dari

waktu ke waktu. Untuk SEGN dan SEBN, Gambar 2 memperlihatkan bahwa relevansi nilai SEBN lebih tinggi dari SEGN pada 1992-1996, 1998, dan 2001-2002, sementara SEGN hanya unggul pada 1991, 1999 dan 2000. Namun hasil analisis berbasis data panel (lihat Tabel 4) menunjukkan bahwa relevansi nilai SEGN lebih tinggi (0,1%) dari SEBN. Untuk NIGN dan NIBN, Gambar 3 memperlihatkan bahwa relevansi nilai NIGN lebih tinggi dari SEBN pada 1993, 1996-1998, 2000 dan 2002. Sementara NIBN unggul pada 1990-1992, 1994-1995, dan 2001. Hasil pengujian berbasis data panel (Tabel 4) menunjukkan relevansi nilai NIGN (0,3 %) lebih rendah dari NIBN (2,1%).

----- Insert Gambar 2 dan Gambar 3 di sini-----

Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka pernyataan hipotesis (H_{2a}) bahwa relevansi nilai dari ekuitas GN lebih tinggi dari ekuitas BN dapat didukung secara empiris. Sementara pernyataan hipotesis (H_{2b}) bahwa relevansi nilai dari informasi laba GN lebih tinggi daripada laba BN tidak didukung secara empiris.

4.5. Value Relevance Informasi Laporan Keuangan Sebelum dan Sesudah Krisis

Untuk menguji hipotesis (H_3) bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan periode sebelum krisis lebih rendah daripada sesudah krisis, Tabel 4 dan Tabel 5 melaporkan hasil pengujian dengan menggunakan variabel *dummy*. Tabel 4 melaporkan R^2 dari informasi laporan keuangan sebelum dan sesudah krisis. Sementara Tabel 5 menyajikan R^2 dari SEGN dan SEBN, dan NIGN dan NIBN periode sebelum dan sesudah krisis.

----- Insert Tabel 4 dan Tabel 5 di sini -----

Dari nilai R^2 dalam Tabel 4, maka dapat dijelaskan sebagai berikut: 1) Untuk relasi $R_{i,t} / SE + NI$, tampak R^2 informasi laporan keuangan periode sebelum krisis (1990-1996) lebih rendah daripada periode sesudah krisis (1997-2002), yaitu 0,001 berbanding 0,009; 2) untuk

relasi $R_{i,t} / SE$, R^2 dari SE periode sebelum krisis lebih rendah daripada periode sesudah krisis, yaitu 0 berbanding 0,0001; dan 3) untuk relasi $R_{i,t} / NI$, tampak R^2 dari NI periode sesudah krisis lebih tinggi dibanding sebelum krisis, yaitu 0,008 berbanding 0,001.

Secara keseluruhan, relevansi nilai informasi keuangan periode sesudah krisis lebih tinggi dibanding sebelum krisis. Temuan ini konsisten dengan temuan Lako (2004b) bahwa informasi laporan keuangan selama periode krisis ekonomi lebih *value relevant* dibanding sebelum krisis. Tabel 4 juga memperlihatkan bahwa relevansi nilai NI, baik sebelum dan sesudah krisis, lebih tinggi dari SE. Bukti ini mendukung temuan Christensen (2002) bahwa selama periode terjadi peristiwa kacau-balau (*cathastropic events*) sehingga mengakibatkan ketidakpastian arus kas masa datang, pengumuman laba lebih informatif untuk para investor. Berdasarkan uraian tersebut, maka pernyataan hipotesis (H_{3a}) bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan untuk pasar saham periode sebelum krisis lebih rendah daripada periode sesudah krisis didukung secara empiris.

Tabel 5 memperlihatkan bahwa: 1) untuk relasi $R_{i,t} / SEGN$, R^2 dari SEGN periode sesudah krisis lebih tinggi daripada sebelum krisis. Sementara untuk relasi $R_{i,t} / SEBN$, R^2 dari SEBN (0,024) periode sebelum krisis lebih tinggi daripada sesudah krisis (0); dan 2) untuk relasi $R_{i,t} / NIGN$ dan $R_{i,t} / NIBN$, R^2 dari NIGN dan NIBN periode sesudah krisis lebih tinggi daripada sebelum krisis. Secara umum, kecuali untuk relasi $R_{i,t} / NIGN$, relevansi nilai SEGN, NIGN dan NIBN selama periode krisis lebih tinggi daripada sebelum krisis. Karena itu, pernyataan hipotesis (H_{3b}) bahwa relevansi nilai informasi ekuitas dan laba GN dan BN periode sesudah krisis lebih tinggi dibanding sebelum krisis dapat didukung secara empiris.

Tabel 5 juga melaporkan bahwa R^2 dari NIGN, baik selama periode 1990-2002, sebelum periode krisis maupun sesudah periode krisis lebih rendah daripada informasi NIBN.

Temuan ini bertentangan dengan temuan Lako (2004d) yang melaporkan bahwa R^2 dari informasi laba GN lebih besar daripada informasi laba BN.

V. Kesimpulan, Keterbatasan dan Riset Selanjutnya

Penelitian ini bertujuan menginvestigasi klaim bahwa: (1) relevansi nilai informasi laporan keuangan untuk pasar saham telah menurun dari waktu ke waktu dalam beberapa dekade terakhir; (2) relevansi nilai ekuitas dan laba *good news* lebih tinggi daripada ekuitas dan laba *bad news*; dan (3) relevansi nilai informasi laporan keuangan periode sebelum krisis ekonomi (1990-1996) lebih rendah daripada periode sesudah krisis (1997–2002).

Dengan mengaplikasikan *return model* dan *unexpected accounting numbers*, hasil studi menunjukkan bahwa: *Pertama*, relevansi nilai informasi laporan keuangan dari emiten manufaktur BEJ cenderung menurun dalam 10 tahun terakhir. Relevansi nilai informasi laporan keuangan (gabungan SE dan NI) berkisar 0,2 % - 29,8 %; sementara relevansi nilai dari ekuitas dan laba hanya berkisar 0 % - 20,3 % dan 0,1 % - 29,5 %. Secara keseluruhan, relevansi nilai informasi laporan keuangan hanya sekitar 0,8 %, sementara selebihnya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar informasi akuntansi. Informasi laba tampaknya lebih informatif dari ekuitas. *Kedua*, relevansi nilai informasi ekuitas dan laba GN dan BN cenderung berfluktuasi dari waktu ke waktu. Meskipun sangat kecil kontribusinya, namun relevansi nilai ekuitas BN lebih tinggi daripada ekuitas GN. Sebaliknya, relevansi nilai laba GN lebih rendah dari laba BN. Bukti empiris ini bertentangan dengan Christensen (2002) dan Lako (2004c). *Ketiga*, relevansi nilai informasi laporan keuangan periode sesudah krisis (1997-2002) lebih tinggi daripada periode sebelum krisis. Kecuali ekuitas BN, relevansi nilai dari ekuitas GN, laba GN dan laba BN sesudah krisis lebih tinggi daripada sebelum krisis.

Secara keseluruhan, hasil studi ini mengindikasikan bahwa relevansi nilai informasi laporan keuangan untuk pasar saham sangat rendah. Bukti ini bahkan jauh lebih rendah daripada hasil-hasil studi sebelumnya (Harris et al. 1994, Nwaeze 1998, Ely dan Waymire 1999, Francis dan Chipper 1999, Lev dan Zarowin 1999; Ota 2001, dan Lako 200c). Ada beberapa faktor yang diduga sebagai penyebabnya: 1) Studi ini menggunakan *return model* dan angka-angka akuntansi kejutan (*unexpected*), bukan *price model* dan angka-angka akuntansi nominal seperti digunakan oleh kebanyakan periset selama ini; 2) ada sumber-sumber informasi bersaing lainnya yang lebih relevan sehingga investor kurang memperhatikan informasi laporan keuangan; dan 3) karakteristik dan sistem pasar modal, serta kondisi riil yang melingkupi dan mempengaruhi sistem hukum dan akuntabilitas pelaporan keuangan di Indonesia berbeda dengan negara-negara lain.

Implikasi kebijakan dari hasil riset ini adalah badan-badan regulator, seperti Bapepam dan IAI, perlu mempertimbangkan untuk menerbitkan sejumlah regulasi baru untuk meningkatkan kualitas dan kredibilitas informasi akuntansi kepada pasar saham dan pemakai lainnya. Penerbitan sejumlah regulasi baru untuk mengatur dan meningkatkan kesadaran para pelaku pasar tentang arti penting informasi akuntansi untuk valuasi nilai perusahaan juga perlu dilakukan otoritas bursa efek. Ada dugaan rendahnya relevansi nilai informasi laporan keuangan disebabkan karena para investor BEJ umumnya masih tergolong *naive investors*.

Ada beberapa keterbatasan dalam studi ini. *Pertama*, studi ini menggunakan rata-rata return saham geometrik setahun per 30 April. Penggunaan tanggal tersebut mungkin diperdebatkan karena sejumlah emiten telah melaporkan laporan keuangannya pada awal Januari hingga akhir April. Ada kemungkinan informasi laporan keuangan tahunan sudah terobservasi investor melalui publikasi laporan keuangan triwulan sehingga publikasi laporan keuangan tahunan bukan suatu *news* yang sangat dinantikan. *Kedua*, studi ini menguji

asosiasi return saham dengan angka-angka akuntansi kejutan dengan menggunakan periode jendela 300 hari. Karena periode panjang, studi ini tidak mengontrol *extraneous variables* yang turut mempengaruhi respon pasar terhadap publikasi informasi akuntansi. *Ketiga*, riset ini belum mengontrol *firm size*, misalnya risiko industri, struktur kepemilikan, *intangible assets*, dan lainnya. Karena itu, riset-riset selanjutnya perlu memperbaiki sejumlah keterbatasan dalam riset ini. Misalnya, mengukur relevansi nilai informasi akuntansi dengan menggunakan periode jendela yang pendek dan tanggal riil publikasi laporan keuangan, menggunakan rata-rata *abnormal return*, memasukkan arus kas dalam variabel riset, dan mengontrol *firm size*.

Daftar Pustaka

- Ali, A., dan L.S. Kwang. 2000. Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*. Vol. 38. No.1. 1-21
- Amir, E. dan B. Lev. 1996. Value Relevance of Nonfinancial Information. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 22. 3–30
- Arce, M., dan A. Mora. 2002. Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Differences on the Stock Market Valuation of Earnings and Book Value. *The European Accounting Review*. Vol. 11. No.3.573-599
- Arsjah, R.J. 2003. Hubungan Penilaian, Pendapatan dan Nilai Buku Ekuitas (Bukti Empiris pada Perusahaan-perusahaan yang bertahan di BEJ lebih dari Sepuluh Tahun). *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya 16-17 Oktober. 637-646
- Ball, R. & P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. Vol. 6. 159-178
- Barth, M.E. 2002. Valuation-based research Implication for Financial Reporting and Opportunities for Future Research. *Accounting and Finance*. 13-23
- Barth, M.E., W.H. Beaver & W.R. Landsman. 2001. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another Review. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 31. 77-104

- Bartov, E., S.R. Goldberg & M. Kim. 2002. Comparative Value Relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective. *Working Paper*.
- Basu, S. 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24. 3-37
- Beaver, W.H. 2002. Perspectives on Recent Capital Market Research. *The Accounting Review*. Vol. 77 (April), No.2. 453-474
- Bodnar, G.M., L.S. Hwang & J. Weintrop. 2002. The Value Relevance of Foreign Income: An Australian, Canadian, and British Comparison. *Working Paper*. 1-26
- Brief, R.P., & P. Zarowin. 2002. The Valuer relevance of Dividend, Book Value and Earnings. *Working Paper*.
- Brown, S., K. Lo & T. Lys. 1999. Use of R2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 28. 83-115
- Canibano, L., M. Gracia-Ayuso & J.A. Rueda. 2000. Is Accounting Information Losing Relevance? Some Answers from European Countries. *Working Paper*. 1-21
- Chang, J. 1999. The Decline in Value Relevance of Earnings and Book Values. *Working Paper*. Harvard University
- Charitou, A., C. Clubb & A. Andreou. 2000. The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 11. No. 1. 1-20
- Christensen, T.E. 2002. The Effects of Uncertainty on the Informativeness of Earnings: Evidence from the Insurance Industry in the Wake of Catastrophic Events. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 29 (1) & (2). January/March. 223-254
- Christie, A.A. 1987. On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 9. 231-258
- Collins, D., E. Maydew & L. Weis. 1997. Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 24. 39-67
- Conrad, J., B. Cornell, & W.R. Landsman. 2003. When is Bad News Really Bad News? *Working Paper*.
- Easton, P.D. 1999. Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data (Commentary). *Accounting Horizons*. Vol.13. No.4. 399-412
- _____, P. Eddy dan T. Harris. 1993. An Investigation of Revaluations of Tangible long-Lived Assets. *Journal of Accounting Research*. Vol 31. (Supplement). 1-38

- Eli, K. & G. Waymire. 1999. Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927–1993. *Journal of Accounting Research*. Vol 37. No.1. 293 --317
- Elliot,R., & P. Jacobson. 1991. U.S. Accounting: A National Emergency: *Journal of Accountancy*. November. 54-58
- Foster, G., 1977. Accounting Earnings and Stock Prices of Insurances Companies. *The Accounting Review*. October. 686-698
- Francis, J. & K. Schipper. 1999. Have Financial Statements Lost Their Relevance?. *Journal of Accounting Research*. Vol 37. No.1. 319 – 352.
- Gracia-Ayuso, M., J. Monterrey & C. Pineda. 1998. A Comparative Analysis of the Value Relevance of Accounting Information in the Capital Markets of the European Union. *Working Paper*.
- Harris, T.S., M. Lang, & H.P. Moller. 1994. The Value relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*. Vol. 32. No. 2. 187-223
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting & Economics*. Vol. 20. 125-153
- Holthausen, R.W. & R.L Watts. 2001. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 31. 3 –75
- Jaggi, B. & C. Li. 2002. Value Relevance of Earnings Based on International Accounting Standards. *Working Paper*. 1-45
- Jorion, P., & E. Talmor. 2001. Value Relevance of Financial and Non Financial Information in Emerging Countries: The Changing Roles of Web Traffic Data. *Working Paper*.
- Kothari, S.P. & J. Zimmerman. 1995. Price and Returns Model. *Journal of Accounting and Economics*. Vol.20. 155-192
- Landsman, W.R. & E.L. Maydew. 2002. Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?. *Journal of Accounting Research*. Vol. 40. No. 3 (June). 797 - 808
- Lako, A. 2003. Anomali Reaksi Pasar terhadap Publikasi Laba *Good News* dan Laba *Bad News*: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*. No.2. Th. XXXII (Pebruari). 1-12
- Lako, A. 2004a. An Empirical Investigation of the Market Response to the Good and Bad News Earnings Announcements with and without Confounding Effects. *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*. Vol. 4. No.1.(Pebruary).15-44
- Lako, A. 2004b. *Value Relevance* Informasi Laporan Keuangan untuk Pasar Saham: Bukti Empiris dari BEJ Periode 1990-2002. *Working Paper*.

- Lako, A. 2004c. The Explanatory Power of Unexpected Earnings for Stock Abnormal Returns during Uncertainty Periods. *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*. Vol. 4. No.2. (September).
- Lev, B. 1989. On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions for Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*. Vol. 27. (Supplement).153-192
- Lev, B. & P. Zarowin. 1999. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*. Vol 37. No.1. 353 –385
- Nwaeze, E. 1998. regulation and the Value Relevance of Book Value and Earnings: Evidence from United States. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 15. (Spring). 547-573
- Olhson, J. 1999. On Transitory Earnings. *Review of Accounting Studies*. Vol. 4 145-162
- Ota, K. 2001. The Impact of Valuation Models on Value-Relevance Studies in Accounting: A Review of Theory and Evidence. *Working Paper*. The Australian National University.
- Pattel, J. & M. Wolfson. 1982. Good News, Bad News, and the Timing of Corporate Disclosure. *The Accounting Review*. (July). 509-527
- Rees, W.P. 1999. Influence of the Value Relevance of Equity and Net Income in the UK. *Working Paper*.
- Ryan, S.G. dan P.A. Zarowin. 2003. Why Has the Contemporaneous Linear return-earnings Relation Declined? *The Accounting Review*. Vol. 78. No. 2. 523-553
- Sami, H. dan H. Zhou. 2002. A Comparison of Value Relevance of Accounting Information in Different Segments of the Chinese Stock Market. *Working Paper*.
- Saudagaran, S.M. 2001. *International Accounting: A User Perspective*. South-Western College Publishing.
- Scott, W.R. 2003. *Financial Accounting Theory*. Third Ed., Prentice–Hall International, Inc.
- Skinner, D. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News? *Journal of Accounting Research*. Vol. 32. 38 - 60
- Warsidi. 2002. Relevansi Nilai Informasi Akuntansi di Indonesia. *Tesis S2 Tidak Dipublikasikan*. Program Akuntansi Pascasarjana Ilmu-Ilmu Ekonomi UGM.

=====

Tabel 1
Sampel dan Statistik Deskriptif Emiten Manufaktur BEJ Periode 1990-2002

Tahun	Observasi	Mean			Std. Deviation		
		Ri	SE	NI	Ri	SE	NI
1990	58	-0,0013	2,5228	2,5566	0,00278	3,39320	7,34214
1991	67	-0,0016	0,2915	0,4580	0,00175	0,62074	1,29565
1992	72	-0,0002	0,2951	0,0940	0,00176	0,6330	0,59803
1993	80	0,0008	0,3798	0,0376	0,00175	0,79385	1,69317
1994	94	-0,0018	1,0251	0,7174	0,00232	2,24385	2,33980
1995	104	0,0001	1,1278	0,6407	0,00214	5,34559	2,09359
1996	115	4,0008	0,7544	0,0197	0,00197	1,14754	3,57421
1997	117	-0,0022	-0,0456	-3,4208	0,00283	0,9758	7,65651
1998	110	-0,0015	-0,0360	-0,1156	0,00271	2,86313	7,91974
1999	118	0,0030	0,2309	-0,1968	0,00342	2,1286	4,1858
2000	110	-0,0020	-0,3679	-0,0172	0,00235	2,44587	4,81235
2001	124	0,0001	-0,05960	-0,2256	0,00269	1,9754	1,3204
2002	125	-0,0012	0,1218	-0,3794	0,00175	1,5970	4,2217
Pooled	1294	-0,0005	0,3834	-0,1467	0,00285	2,64903	4,89703

Tabel 2
Value Relevance Informasi Laporan Keuangan (SE dan NI) Emiten Manufaktur
Untuk Pasar Saham Periode 1990 – 2002

$$R_{it} = \beta_1 + \beta_2 SE_{it} + \beta_3 NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 SE_{it} + \varepsilon_{it} \quad R_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 NI_{it} + \varepsilon_{it}$$

TAHUN	Observasi	SE + NI		SE		NI	
		Sig.	R ²	Sig.	R ²	Sig.	R ²
1990	58	0,001	0,017	0,001	0,015	0,001	0,007
1991	67	0	0,233	0	0,203	0	0,134
1992	72	0,08	0,298	0,061	0,103	0,093	0,295
1993	80	0	0,067	0	0,013	0	0,036
1994	94	0	0,027	0	0,007	0	0,027
1995	104	0,822*	0,05	0,786*	0	0,123*	0,023
1996	115	0,08	0,011	0,081	0	0,047	0,003
1997	117	0	0,053	0	0,033	0	0,051
1998	110	0	0,022	0	0,018	0	0,005
1999	118	0	0,012	0	0,012	0	0,001
2000	110	0	0,008	0	0,006	0	0,001
2001	124	0,756*	0,002	0,713*	0,001	0,773*	0,002
2002	125	0	0,05	0	0,005	0	0,001
POOL	1294	0	0,008	0	0	0	0,007

* = Tidak signifikan

Tabel 3
Value Relevance (R^2) dari SE dan NI *Good News* (GN) dan *Bad News* (BN) Emiten Manufaktur BEJ Untuk Pasar Saham Periode 1990 – 2002

Tahun	SE				NI			
	Obs.	GN	Obs	BN	Obs.	GN	Obs	BN
1990	58	0,015	0	0	53	0,005	5	0,222
1991	62	0,158	5	0,126	47	0,08	20	0,202
1992	60	0,119	12	0,126	42	0,124	30	0,214
1993	69	0,023	11	0,032	54	0,063	26	0,014
1994	87	0,003	7	0,096	68	0,02	27	0,094
1995	90	0	14	0,008	67	0,005	37	0,033
1996	90	0	25	0,093	71	0,054	44	0,023
1997	54	0	63	0	22	0,044	95	0,04
1998	64	0,032	45	0,071	65	0,032	44	0,01
1999	70	0,048	48	0,019	38	0	80	0
2000	57	0,018	53	0,005	51	0,12	59	0,093
2001	90	0,002	35	0,026	40	0,002	85	0,014
2002	68	0,004	57	0,081	39	0,063	86	0,002
Pool	919	0,001	374	0	657	0,003	636	0,021

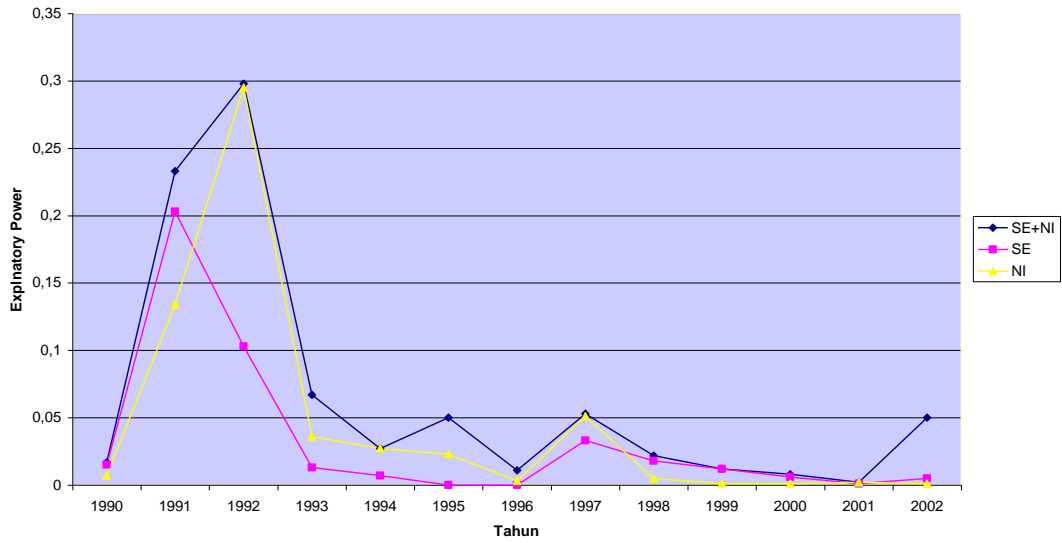
Tabel 4
Value Relevance (R^2) Informasi Laporan Keuangan Emiten Manufaktur BEJ untuk Pasar Saham Sebelum dan Sesudah Krisis Keuangan/Ekonomi
 Model: $R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_{2i} + \beta_2 SE_{it} + \beta_3 NI_{it} + \varepsilon_{it}$

Keterangan	Periode 1990-2002 (1294 Obs.)	Periode Sebelum Krisis (591 Obs.)	Periode Sesudah Krisis (703 Obs.)
Relasi SE & NI / Ri	0,008	0,001	0,009
Relasi SE / Ri	0	0	0,001
Relasi NI / Ri	0,007	0,001	0,008

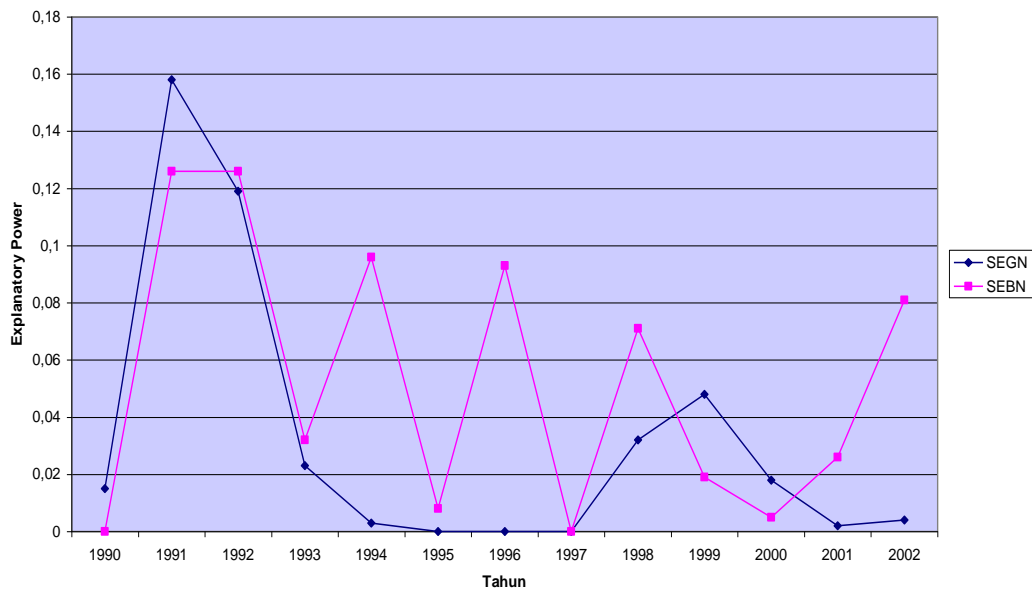
Tabel 5
Value Relevance (R^2) Informasi SE dan NI *Good News* dan *Bad News* Emiten Manufaktur BEJ Untuk Pasar Saham Sebelum dan Sesudah Krisis Keuangan/Ekonomi

Keterangan	Periode 1990-2002		Periode Sebelum Krisis (1990-1996)		Periode Sesudah Krisis (1997-2002)	
	Observasi	R^2	Observasi	R^2	Observasi	R^2
Relasi SEGN / Ri	919	0,001	516	0	403	0,003
Relasi SEBN / Ri	374	0	74	0,024	300	0
Relasi NIGN / Ri	657	0,003	402	0	255	0,005
Relasi NIBN / Ri	636	0,021	188	0	448	0,03

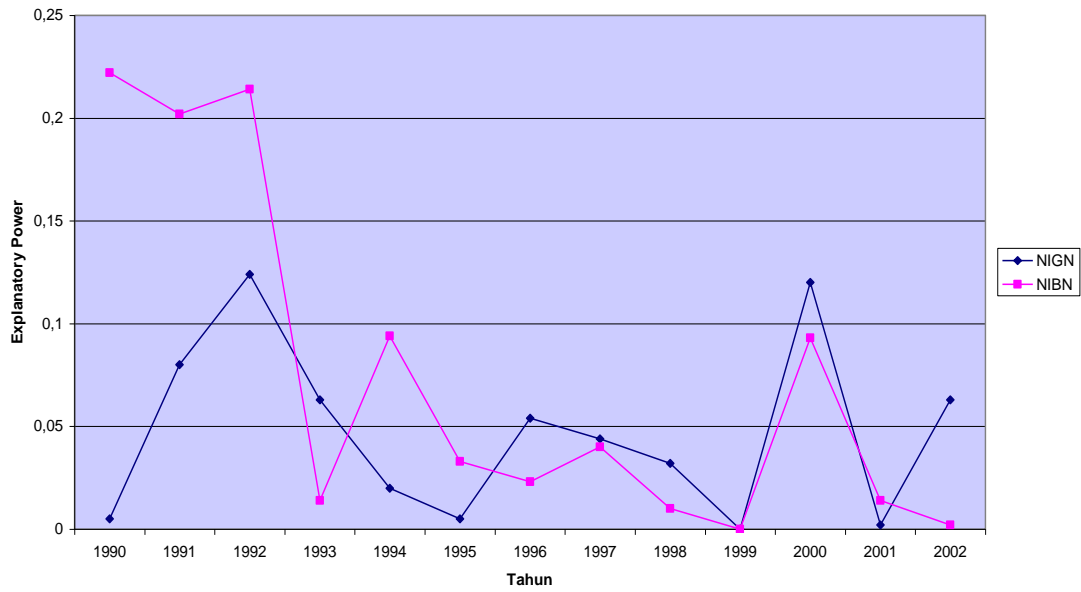
Gambar 1: Value Relevance Informasi Laporan Keuangan Emiten Manufaktur untuk Pasar Saham Periode 1990-2002



Gambar 2: Value Relevance dari SEGN dan SEBN Emiten Manufaktur Untuk Pasar Saham Periode 1990-2002



Gambar 3: Value Relevance dari NIGN dan NIBN Emiten Manufaktur untuk Pasar Saham Periode 1990-2002



Lampiran 1:

Uji Asumsi Klasik:

Nilai Durbin Watson (DW) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) dari Regresi *Cross-sectional* Angka-angka Akuntansi dengan Return Saham Periode 1990-2002

Tahun	SE+NI /Ri		SE/Ri		NI/Ri	
	DW	VIF	DW	VIF	DW	VIF
1990	2,01	1,153	1,999	1	2,01	1
1991	1,746	1,297	1,778	1	1,91	1
1992	2,14	1,336	1,995	1	2,16	1
1993	2,045	1,09	2,002	1	2,029	1
1994	1,947	1,456	2,003	1	1,948	1
1995	1,689	2,482	1,697	1	1,724	1
1996	2,21	1,05	2,203	1	2,216	1
1997	1,607	1,04	1,632	1	1,678	1
1998	2,102	1,003	2,19	1	2,204	1
1999	2,153	1,028	2,147	1	2,15	1
2000	1,983	1,026	1,975	1	1,947	1
2001	1,785	1,21	1,791	1	1,779	1
2002	1,846	1,001	1,843	1	1,867	1
Pool	1,448	1,006	1,441	1	1,448	1