



UNIVERSITAS INDONESIA

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI LUAS
PENGUNGKAPAN LAPORAN TAHUNAN DAN
DAMPAKNYA TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN
SAHAM SYARIAH**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Sains
dalam bidang Ilmu Ekonomi Keuangan Syariah

**DZIKRAN KURNIAWAN
0806450426**

**PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI KAJIAN TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
JUNI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : DZIKRAN KURNIAWAN

NPM : 0806450426

Tanggal : 17 Juni 2011

Tanda Tangan :

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : DZIKRAN KURNIAWAN

NPM : 0806450426

Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam

Judul Tesis : FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI LUAS
PENGUNGKAPAN LAPORAN TAHUNAN DAN
DAMPAKNYA TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN
SAHAM SYARIAH

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains pada Program Studi Kajian Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Prof.Dr.Hj.Lydia Freyani Hawadi, Psikolog (Reni Hawadi)

Pembimbing : Ir. Hardius Usman, M.Si (Hardius Usman)

Penguji : Nurul Huda SE, MM., M.Si (Nurul Huda)

Pembaca Ahli : Ranti Wiliasih, S.P.,M.Si. /Reader (Ranti Wiliasih)

Ditetapkan di : Salemba

Tanggal : 27 Juni 2011

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim,

Segala puji dan syukur, ditujukan hanya kehadirat Allah SWT, pemilik alam semesta, tempat hamba mengadu dan menggantungkan harapan dan doa. Hanya karena rahmat, karunia, dan keridhaanNya-lah Penulis mendapat kesempatan untuk mempelajari sebagian dari kebesaranNya melalui ilmu ekonomi dan keuangan syariah sehingga dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “*Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Laporan Tahunan Dan Dampaknya Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Syariah*” sebagai salah satu syarat kelulusan pada Program Pascasarjana Program Studi Kajian Timur Tengah dan Islam, Universitas Indonesia. Shalawat dan salam selalu tercurah kepada Rasulullah Muhammad SAW, junjungan hamba, ciptaan Allah SWT yang paling sempurna yang menjadi teladan terbaik seluruh umat manusia hingga akhir zaman. Demikian pula untuk keluarga beliau, sahabat, para tabiin dan umat mukmin yang istiqamah di jalan dakwah.

Kenangan, suka dan duka begitu dalam berkesan selama menuntut ilmu di Universitas Indonesia. Tesis ini dapat diselesaikan karena dukungan dari banyak pihak yang dengan ikhlas memberikan bantuan baik moril maupun materil selama masa studi. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Lydia Freyani Hawadi, Psikolog selaku ketua PSTTI UI sebagai ketua program studi ini atas kepemimpinannya yang mengayomi mahasiswa dan membuat kampus menjadi tempat yang nyaman untuk menimba ilmu;
2. Bapak Ir. Hardius Usman, M.Si., selaku Pembimbing Penulis yang telah dengan sangat-sangat sabar membantu dan membimbing Penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
3. Bapak Nurul Huda SE, MM., M.Si. selaku penguji yang telah banyak memberikan kritik, saran, dan masukan untuk perbaikan dan pengembangan tesis ini.
4. Seluruh staf pengajar pada PSTTI-UI yang telah banyak membagikan ilmu, hikmah dan pencerahan kepada penulis yang dhoif ini.

5. Istri tercinta Octavia Sriwidyastuti serta ananda M. Rifki Widyawan, Nisrina Shofia Ambaristi dan Ahmad Jazlan Ardhani yang telah sabar mengorbankan waktunya demi mendukung kuliah ini;
6. Ayahanda Drs. Ahmad Fathoni dan ibunda Alm. Nursyah Basri yang telah menanamkan nilai-nilai aqidah Islam kepada Penulis;
7. Seluruh administrasi pada PSTTI-UI yang telah dengan sabar membantu kelancaran administrasi selama masa kuliah.
8. Seluruh rekan kuliah atas dukungan moril dan pihak terkait lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis sadar sepenuhnya bahwa tesis ini masih sangat jauh dari sempurna, oleh karena itu, kritik dan saran dari berbagai pihak sangat diperlukan untuk penyempurnaannya. Hak cipta adalah milik Allah SWT, sehingga tesis ini dapat disalin oleh siapapun dengan atau tanpa seizin Penulis, tentu dengan tetap memperhatikan kaidah-kaidah akademik. Akhir kata penulis ucapkan *Alhamdulillah Rabbil Alaamiin.*

Salemba, Jakarta

27 Juni 2011

Dzikran Kurniawan

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Dzikran Kurniawan
NPM : 0806450426
Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam
Fakultas : Pascasarjana
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“ Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Laporan Tahunan Dan Dampaknya Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Syariah ”

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan hak bebas royalti Noneksklusif ini, Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada Tanggal : 27 Juni 2011

Yang Menyatakan

(Dzikran Kurniawan)

ABSTRAK

Nama : Dzikran Kurniawan
Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam
Judul : Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan
Laporan Tahunan Dan Dampaknya Terhadap Tingkat
Pengembalian Saham Syariah

Berdasarkan fatwa DSN-MUI, transaksi saham di bursa efek menerapkan prinsip kehati-hatian. Keterbukaan informasi merupakan faktor fundamental dalam menciptakan pasar modal yang efisien. Pengungkapan dalam laporan tahunan merupakan salah satu instrumen yang digunakan oleh regulator bidang pasar modal untuk meningkatkan transparansi dan *fairness* dalam transaksi di pasar modal.

Penelitian ini ditujukan untuk menganalisis tingkat pengungkapan pada emiten saham yang termasuk dalam daftar efek syariah sebagaimana ditetapkan BAPEPAM-LK. Pengujian dilakukan terhadap pengaruh faktor ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, reputasi auditor dan tingkat leverage terhadap luas pengungkapan dalam laporan tahunan, serta dampak peningkatan luas pengungkapan terhadap tingkat pengembalian saham dan *earnings response coefficient*. Penelitian dilakukan terhadap 72 sampel laporan tahunan 2009 untuk emiten saham syariah. Pengukuran luas pengungkapan mencakup 52 item yang terdiri dari pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap luas pengungkapan, sedangkan variabel kepemilikan saham publik, reputasi auditor dan tingkat leverage tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan. Pengungkapan aspek sosial dilakukan lebih luas oleh perusahaan dalam industri *high-profile* dibandingkan perusahaan *low-profile*. Peningkatan luas pengungkapan memiliki dampak positif terhadap tingkat pengembalian saham. Penelitian tidak berhasil membuktikan hipotesis mengenai adanya hubungan antara luas pengungkapan dengan *earnings response coefficient*.

Kata kunci: Laporan Tahunan, Luas Pengungkapan, Tingkat Pengembalian Saham, Efek Syariah, Saham Syariah,

ABSTRACT

Name : Dzikran Kurniawan
Studies : Middle East and Islam
Title : Factors Influencing the Annual Report Disclosure and Impact on Sharia Securities Returns

According to the *fatwa* issued by National *Sharia* Board (DSN-MUI), stock exchange's transactions should apply the prudent principle. Disclosure of the material information is a fundamental factor in creating an efficient capital market. Disclosures in annual reports is one of the instruments used by capital market regulators to improve transparency and fairness in transactions in the capital market.

This study conducted to analyze the disclosure in the annual reports of the company issued shares that included in the Sharia Securities List. The tested the impact of the firm size, proportion of public ownership, auditor reputation and the leverage to disclosure in annual reports, as well as the impact of disclosure to stock returns and earnings response coefficients. Research conducted on 72 samples of the 2009 annual reports. Disclosure level in annual report measured with 52 items consisting of mandatory and voluntary disclosure.

The results showed that the firm size had a significant positive effect on disclosure level, while the portion of public ownership, auditor reputation and leverage had no significant effect on disclosure level. High-profile companies disclose more information about social themes than low-profile industries. This study proved the hypothesis that the disclosure level has a positive impact on stock returns. The results also showed that there is no significant correlation between level of disclosure and earnings response coefficient.

Keywords: Annual reports, Disclosure level, Securities Returns, Sharia Securities

المخلص

اسم : الذكر كورنياوان
دراسات : الشرق الأوسط والإسلام
لقب : العوامل المؤثرة على الكشف عن التقرير السنوي للأوراق المالية وتأثيرها على الشريعة
إرجاع

وفقا للفتوى الصادرة عن المجلس الوطني للشريعة (MUI - DSN)، ينبغي أن معاملات البورصة في تطبيق مبدأ الحذر. الإفصاح عن المعلومات المادية هو عامل أساسي في خلق سوق رأس المال بكفاءة. الإفصاح في التقارير السنوية هي واحدة من الأدوات المستخدمة من قبل المنظمين سوق رأس المال لتحسين الشفافية والنزاهة في المعاملات في سوق رأس المال.

أجريت هذه الدراسة لتحليل الكشف عن المعلومات في التقارير السنوية للأسهم الشركة التي تصدر المدرجة في قائمة الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية. اختبار تأثير حجم الشركة، ونسبة الملكية العامة، وسمعة المراجع والنفوذ على الكشف في التقارير السنوية، فضلا عن تأثير الكشف على عوائد الأسهم وأرباح معاملات الاستجابة. الأبحاث التي أجريت على 72 عينة من التقارير السنوي لعام 2009. مستوى الإفصاح في التقرير السنوي يقاس مع العناصر التي تتألف من 52 الكشف الإلزامي والطوعي

وأظهرت النتائج أن حجم الشركة كان لها تأثير إيجابي كبير على مستوى الإفصاح ، في حين أن جزءا من الملكية العامة، وسمعة المراجع والنفوذ لم يظهر أي تأثير كبير على مستوى الإفصاح. أثبتت هذه الدراسة فرضية أن مستوى الإفصاح له تأثير إيجابي على عوائد الأسهم. كما أظهرت النتيجة أنه لا توجد علاقة كبيرة بين مستوى الإفصاح وأرباح معامل الاستجابة.

كلمات المهمة: والتقارير السنوية، ومستوى الإفصاح، أوراق الاعادة والشريعة للأوراق المالية

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
KATA PENGANTAR	iii
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	v
ABSTRAK	vi
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	5
1.3 Batasan Penelitian	6
1.4 Pertanyaan Penelitian	8
1.5 Tujuan Penelitian	8
1.6 Manfaat Penelitian	9
1.7 Kerangka Teori	9
1.8 Sistematika Pembahasan	12
2. TINJAUAN PUSTAKA	13
2.1 Informasi di Pasar Modal	13
2.1.1 Informasi dan Teori Keagenan	13
2.1.2 Akuntansi dan Pelaporan Keuangan	15
2.1.2.1 Tujuan Pelaporan Keuangan	15
2.1.2.2 Karakteristik Kualitatif Laporan Keuangan	18
2.1.3 Pengungkapan di Pasar Modal	19
2.1.3.1 Pengungkapan Wajib	19
2.1.3.2 Pengungkapan Sukarela	20
2.1.3.3 Pengungkapan Aspek Sosial	23
2.1.4 Studi Tingkat Keluasan Pengungkapan	25
2.2 Tingkat Pengembalian Saham	30
2.2.1 Efisiensi Pasar Modal	30
2.2.2 Penilaian Saham dan Analisis Sekuritas	31
2.2.2.1 Capital Assets Pricing Model	31
2.2.2.2 Analisis Sekuritas	33
2.2.3 Transaksi Saham dalam Perpektif Islam	35
2.2.4 Informasi Laba dan Tingkat Pengembalian Saham	38
2.3 Studi Luas Pengungkapan dan Tingkat Pengembalian Saham	40
3. METODE PENELITIAN	44
3.1 Perumusan Hipotesis	44
3.1.1 Jenis Industri dan Tingkat Keluasan Pengungkapan	44

3.1.2	Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Keluasan Pengungkapan..	45
3.1.3	Keluasan Pengungkapan dan Tingkat Pengembalian Saham	46
3.2	Perumusan Model Penelitian	49
3.3	Operasionalisasi Variabel Penelitian	50
3.3.1	Variabel Dependen	50
3.3.2	Variabel Independen	53
3.3.3	Variabel kontrol	54
3.4	Data dan Sampel Penelitian	55
3.5	Metode Analisis	56
3.5.1	Pengujian Gejala Multikolinieritas	57
3.5.2	Uji Heteroskedastisitas	59
3.5.3	Koefisien Determinasi (R^2)	60
3.5.4	Uji Hipotesis	61
3.5.4.1	Uji Beda Dua Rata-rata	61
3.5.4.2	Uji terhadap Model Penelitian	61
4.	PEMBAHASAN	64
4.1	Deskripsi Statistik Sampel Penelitian	64
4.2	Deskripsi Statistik Tingkat Keluasan Pengungkapan	65
4.3	Tingkat Keluasan Pengungkapan dan Jenis Industri	68
4.4	Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan	70
4.4.1	Uji Asumsi Klasik	70
4.4.2	Uji Hipotesis	71
4.5	Dampak Luas Pengungkapan terhadap Tingkat Pengembalian Saham	74
4.5.1	Uji Asumsi Klasik	75
4.5.2	Pengujian Hipotesis	76
4.6	Pembahasan Hasil Pengujian	80
4.6.1	Luas Pengungkapan dan Jenis Industri	80
4.6.2	Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan	81
4.6.3	Dampak Luas Pengungkapan terhadap Tingkat Pengembalian Saham	85
5.	KESIMPULAN DAN SARAN	90
5.1	Kesimpulan	90
5.2	Keterbatasan dan Saran	91
	DAFTAR REFERENSI	93

DAFTAR GAMBAR

- Gambar 1.1 Kerangka Teori Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan dan Hubungan Luas Pengungkapan, Informasi dan Tingkat Pengembalian Saham

11



DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Indikator Perkembangan Bursa Efek Indonesia	1
Tabel 3.1 Penentuan Sampel Penelitian	56
Tabel 3.2 Ikhtisar Distribusi Bidang Usaha Perusahaan Sampel	56
Tabel 4.1 Deskripsi Statistik Variabel Penelitian	64
Tabel 4.2 Tingkat Pengungkapan dalam Laporan Tahunan	67
Tabel 4.3 Perbandingan Tingkat Keluasan Pengungkapan antara Industri <i>high-profile</i> dan Industri <i>low-profile</i>	69
Tabel 4.4 Pengujian Multikolinieritas Regresi Model 4.1	71
Tabel 4.5 Hasil Uji-F atas Model 4.1	72
Tabel 4.6 Koefisien Determinasi dan Uji-t Model 4.1	72
Tabel 4.7 Ikhtisar Hasil Pengujian Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan	74
Tabel 4.8 Pengujian Multikolinieritas Regresi Model 4.2	75
Tabel 4.9 Pengujian Heteroskedastisitas Regresi Model 4.2	76
Tabel 4.10 Hasil Uji-F atas Model 4.2	76
Tabel 4.11 Koefisien Determinasi dan Uji-t Model 4.2	78
Tabel 4.12 Ikhtisar Hasil Pengujian atas Regresi Model 4.2	79

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Sampel dan Variabel Penelitian

Lampiran 2 Daftar Item Pengungkapan

Lampiran 3 Output aplikasi SPSS

Lampiran 4 Output aplikasi Eviews





UNIVERSITAS INDONESIA

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI LUAS
PENGUNGKAPAN LAPORAN TAHUNAN DAN
DAMPAKNYA TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN
SAHAM SYARIAH**

TESIS

**DZIKRAN KURNIAWAN
0806450426**

**PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
JUNI 2011**



ABSTRAK

Nama : Dzikran Kurniawan
Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam
Judul : Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Laporan Tahunan Dan Dampaknya Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Syariah

Berdasarkan fatwa DSN-MUI, transaksi saham di bursa efek menerapkan prinsip kehati-hatian. Keterbukaan informasi merupakan faktor fundamental dalam menciptakan pasar modal yang efisien. Pengungkapan dalam laporan tahunan merupakan salah satu instrumen yang digunakan oleh regulator bidang pasar modal untuk meningkatkan transparansi dan *fairness* dalam transaksi di pasar modal.

Penelitian ini ditujukan untuk menganalisis tingkat pengungkapan pada emiten saham yang termasuk dalam daftar efek syariah sebagaimana ditetapkan BAPEPAM-LK. Pengujian dilakukan terhadap pengaruh faktor ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, reputasi auditor dan tingkat leverage terhadap luas pengungkapan dalam laporan tahunan, serta dampak peningkatan luas pengungkapan terhadap tingkat pengembalian saham dan *earnings response coefficient*. Penelitian dilakukan terhadap 72 sampel laporan tahunan 2009 untuk emiten saham syariah. Pengukuran luas pengungkapan mencakup 52 item yang terdiri dari pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap luas pengungkapan, sedangkan variabel kepemilikan saham publik, reputasi auditor dan tingkat leverage tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan. Pengungkapan aspek sosial dilakukan lebih luas oleh perusahaan dalam industri *high-profile* dibandingkan perusahaan *low-profile*. Peningkatan luas pengungkapan memiliki dampak positif terhadap tingkat pengembalian saham. Penelitian tidak berhasil membuktikan hipotesis mengenai adanya hubungan antara luas pengungkapan dengan *earnings response coefficient*.

Kata kunci: Laporan Tahunan, Luas Pengungkapan, Tingkat Pengembalian Saham, Efek Syariah, Saham Syariah,

ABSTRACT

Name : Dzikran Kurniawan
Studies : Middle East and Islam
Title : Factors Influencing the Annual Report Disclosure and Impact on Sharia Securities Returns

According to the *fatwa* issued by National *Sharia* Board (DSN-MUI), stock exchange's transactions should apply the prudent principle. Disclosure of the material information is a fundamental factor in creating an efficient capital market. Disclosures in annual reports is one of the instruments used by capital market regulators to improve transparency and fairness in transactions in the capital market.

This study conducted to analyze the disclosure in the annual reports of the company issued shares that included in the Sharia Securities List. The tested the impact of the firm size, proportion of public ownership, auditor reputation and the leverage to disclosure in annual reports, as well as the impact of disclosure to stock returns and earnings response coefficients. Research conducted on 72 samples of the 2009 annual reports. Disclosure level in annual report measured with 52 items consisting of mandatory and voluntary disclosure.

The results showed that the firm size had a significant positive effect on disclosure level, while the portion of public ownership, auditor reputation and leverage had no significant effect on disclosure level. High-profile companies disclose more information about social themes than low-profile industries. This study proved the hypothesis that the disclosure level has a positive impact on stock returns. The results also showed that there is no significant correlation between level of disclosure and earnings response coefficient.

Keywords: Annual reports, Disclosure level, Securities Returns, Sharia Securities

المخلص

اسم : الذكر كورنياوان
دراسات : الشرق الأوسط والإسلام
لقب : العوامل المؤثرة على الكشف عن التقرير السنوي للأوراق المالية وتأثيرها على الشريعة
إرجاع

وفقا للفتوى الصادرة عن المجلس الوطني للشريعة (MUI - DSN)، ينبغي أن معاملات البورصة في تطبيق مبدأ الحذر. الإفصاح عن المعلومات المادية هو عامل أساسي في خلق سوق رأس المال بكفاءة. الإفصاح في التقارير السنوية هي واحدة من الأدوات المستخدمة من قبل المنظمين سوق رأس المال لتحسين الشفافية والنزاهة في المعاملات في سوق رأس المال.

أجريت هذه الدراسة لتحليل الكشف عن المعلومات في التقارير السنوية للأسهم الشركة التي تصدر المدرجة في قائمة الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية. اختبار تأثير حجم الشركة، ونسبة الملكية العامة، وسمعة المراجع والنفوذ على الكشف في التقارير السنوية، فضلا عن تأثير الكشف على عوائد الأسهم وأرباح معاملات الاستجابة. الأبحاث التي أجريت على 72 عينة من التقارير السنوي لعام 2009. مستوى الإفصاح في التقرير السنوي يقاس مع العناصر التي تتألف من 52 الكشف الإلزامي والطوعي

وأظهرت النتائج أن حجم الشركة كان لها تأثير إيجابي كبير على مستوى الإفصاح ، في حين أن جزءا من الملكية العامة، وسمعة المراجع والنفوذ لم يظهر أي تأثير كبير على مستوى الإفصاح. أثبتت هذه الدراسة فرضية أن مستوى الإفصاح له تأثير إيجابي على عوائد الأسهم. كما أظهرت النتيجة أنه لا توجد علاقة كبيرة بين مستوى الإفصاح وأرباح معامل الاستجابة.

كلمات المهمة: والتقارير السنوية، ومستوى الإفصاح، أوراق الاعادة والشريعة للأوراق المالية

1. PENDAHULUAN

Dalam bagian ini akan dijelaskan terlebih dahulu mengenai hal yang menjadi latar belakang penelitian, perumusan masalah yang akan menjadi pembahasan dalam penelitian, batasan penelitian, tujuan dan manfaat penelitian serta pertanyaan penelitian yang akan dijawab pada bagian akhir tulisan.

1.1. Latar Belakang

Pasar modal dengan aktivitas yang berkaitan dengan penawaran dan penjualan efek merupakan salah satu bentuk kegiatan intermediasi keuangan, yaitu mempertemukan pihak yang menawarkan dan memerlukan dana jangka panjang. Pasar modal memiliki peran strategis dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Bursa efek sebagai penyelenggara kegiatan pasar modal didirikan dalam rangka menyelenggarakan perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien yang melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat.

Perkembangan pasar modal Indonesia, secara konsisten terus mengalami peningkatan jumlah emiten hingga pada akhir tahun 2009 membukukan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp.2.019,38 triliun. Tabel 1.1 berikut menyajikan beberapa indikator perkembangan pasar modal Indonesia sejak tahun 2001.

Tabel 1. 1. : Indikator Perkembangan Bursa Efek Indonesia

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Jumlah Emiten	316	331	333	331	336	344	383	396	398
Emiten baru	31	22	6	12	8	12	22	19	13
Delisting	2	7	4	14	3	4	8	6	12
Kapitalisasi Pasar (Triliun Rupiah)	239.26	268.42	460.37	679.95	801.25	1982.7	2539.04	1076.49	2019.38
Nilai transaksi (Triliun Rupiah)	97.52	120.76	125.44	247.01	406.01	445.71	1,050.15	1,064.53	975.14
IHSG tertinggi	470.229	551.607	693.033	1,004.430	1,192.203	1,805.523	2,810.962	2,830.263	2,534.356

Sumber: Statistik Pasar Modal, IDX Fact Book, data diolah

Sejalan dengan perkembangan pasar modal, tututan investor atas produk investasi berbasis juga mengalami peningkatan. Untuk mengakomodasi hal ini BAPEPAM-LK sebagai regulator dalam kegiatan bidang pasar modal dan lembaga keuangan, pada tahun 2006 menerbitkan peraturan tentang penerbitan efek syariah yang kemudian ditindak lanjuti dengan pengaturan tentang kriteria

dan penerbitan daftar efek syariah yang diatur dalam Keputusan Ketua BAPEPAM-LK nomor KEP- 314/BL/2007. Pengaturan tersebut dimaksudkan untuk memberikan panduan bagi pihak yang berinvestasi pada portofolio Efek Syariah. Kondisi ini serta secara konsisten adanya peningkatan jumlah emiten, akan memberikan pilihan investasi yang semakin luas bagi masyarakat.

Pasar modal diasumsikan sebagai pasar bebas dimana keseimbangan terbentuk akibat interaksi antara kekuatan penawaran dan permintaan. Investor rasional akan menilai saham berdasarkan nilai fundamental. Implikasinya adalah harga saham akan selalu mencerminkan semua informasi yang tersedia secara cepat dan harga saham akan bergerak ke level harga sesuai nilai fundamental yang baru sehingga bisa dikatakan bahwa harga saham akan bergerak secara acak (*random*) dan tidak bisa diprediksi. Harga sekuritas sudah mencerminkan semua informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga.

Pembentukan harga dengan mekanisme pasar ini sesuai dengan prinsip muamalah bahwa transaksi didasarkan pada keridhaan para pihak sebagaimana dinyatakan dalam Al Qur'an surah An-Nisa ayat 29 berikut: "Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka-sama-suka di antara kamu."

Prinsip kebebasan pasar tersebut tidak dapat diintervensi sepanjang pembentukan harga yang terjadi merupakan hasil interaksi atas proses dan mekanisme yang wajar dan transparan, sebagaimana dinyatakan dalam Hadits Rasulullah SAW yang diriwayatkan oleh Abu Daud dari sahabat Anas bin Malik yang menuturkan:

"Para sahabat mengeluh kepada Rasulullah shallallahu 'alaihi wa sallam, dan mereka berkata, 'Wahai Rasulullah, sesungguhnya harga barang kebutuhan sekarang ini begitu mahal. Alangkah baiknya bila Anda membuat menentukan harga.' Menanggapi permintaan sahabatnya ini, Rasulullah bersabda, 'Sesungguhnya Allah-lah yang menentukan harga, serta mengencangkan, melapangkan, dan memberi rezeki. Dan sesungguhnya, aku berharap untuk menghadap Allah tanpa ada seorang pun yang menuntutku karena suatu kezaliman, baik dalam urusan darah (jiwa) atau pun harta.'

Namun demikian sebagai suatu pasar dengan interaksi banyak pihak, tidak

dapat dihindarkan praktik-praktik negatif dari para pelaku pasar yang mengeksploitasi pelaku pasar lainnya. Praktik-praktik tersebut termasuk permainan goreng-menggoreng saham, praktik perdagangan semu hingga pemberian informasi yang menyesatkan dengan tujuan mengarahkan harga saham untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya dari kerugian pihak lain (*zero sum game*). Pihak investor dengan tipe *noise trader* yang melaksanakan transaksi dengan mengandalkan analisis hanya pada pergerakan saham cenderung akan beraksi berlebihan terhadap *issue* yang berkembang di lantai bursa, rentan menjadi korban permainan dari pemain di pasar modal.

Terhadap praktik-praktik tersebut serangkaian regulasi dikeluarkan oleh otoritas bursa untuk melindungi kepentingan investor, termasuk intervensi dalam bentuk penghentian perdagangan saham sebagaimana yang pernah terjadi diantaranya pada saat Bursa Efek Indonesia menghentikan sementara (*suspend*) perdagangan saham PT Bayan Resources Tbk (BYAN) dan PT Ancora Indonesia Resources Tbk (OKAS) sejak sesi I perdagangan pada 16 April 2009 di pasar reguler dan pasar tunai. Penghentian sementara perdagangan saham kedua emiten tersebut terkait dengan peningkatan harga kumulatif yang signifikan. Dalam *release*-nya, BEI menyebutkan langkah ini diambil dalam rangka *cooling down* dan memberikan waktu yang memadai bagi pelaku pasar untuk mempertimbangkan secara matang dalam setiap pengambilan keputusannya di saham tersebut.

Investor rasional akan melakukan analisis risiko dan *expected return* terhadap tiap alternatif investasi yang ada berdasarkan informasi yang relevan yang dimiliki. Berdasarkan teori keagenan (*agency theory*), pemisahan fungsi antara manajer sebagai agen dan pemilik (pemegang saham) sebagai prinsipal berimplikasi pada munculnya asimetri informasi. Kondisi ini terjadi ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dimasa datang dibandingkan pemegang saham dan para stakeholder lainnya. Asimetri informasi dapat dimanfaatkan oleh pihak manajemen untuk memaksimalkan nilai saham perusahaan dengan pemberian sinyal kepada para investor. Sinyal tersebut diwujudkan antara lain dengan tambahan pengungkapan (*disclosure*) informasi mengenai kondisi, kinerja keuangan dan prospek perusahaan di masa datang.

Untuk mendorong pengungkapan dan transparansi, BAPEPAM-LK sebagai otoritas pasar modal telah menerbitkan serangkaian regulasi yang mengatur tentang pengungkapan oleh emiten. Hal ini untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dan para investor lain dari potensi dampak negatif akibat adanya asimetri informasi. Selain itu harmonisasi standar akuntansi keuangan dengan *International Accounting Standards* (IAS) terus dikembangkan oleh Ikatan Akuntan Indonesia, untuk mendukung luasnya pengungkapan dan penerapan transparansi sehingga meningkatkan kualitas informasi akuntansi dalam rangka pengambilan keputusan para *stakeholders*.

Dalam perspektif Islam, pengungkapan dan transparansi termasuk dalam pilar utama sistem perekonomian. Beberapa hadits berikut menegaskan pentingnya pengungkapan dan transparansi dalam kegiatan jual beli.

- 1) "Dua orang yang sedang melakukan jual-beli dibolehkan tawar-menawar selama belum berpisah, jika mereka itu berlaku jujur dan menjelaskan (ciri dagangannya), maka mereka akan diberi berkah dalam perdagangannya itu, tetapi jika mereka berdusta dan menyembunyikan (ciri dagangannya), berkah dagangannya itu akan dihapus." (Hadits Riwayat Bukhari).
- 2) "Tidak halal seseorang menjual suatu perdagangan, melainkan dia harus menjelaskan ciri perdagangannya itu; dan tidak halal seseorang yang mengetahuinya, melainkan dia harus menjelaskannya." (Hadits Riwayat Hakim dan Baihaqi).
- 3) "Jika penjual dan pembeli itu jujur dan transparan, maka akan diberkahi dalam transaksinya." (HR. Bukhari dan Muslim).

Berdasarkan hadits-hadits tersebut, pengungkapan dan transparansi merupakan syarat utama dalam suatu transaksi perekonomian. Islam juga mengatur tentang penerapan prinsip mekanisme pasar dalam perdagangan. Prinsip-prinsip tersebut tidak hanya akan menciptakan *fairness* dalam transaksi perekonomian, namun yang lebih penting lagi adalah bahwa hal tersebut merupakan prasyarat turunnya keberkahan dari Allah SWT.

Baydoun dan Willet (2000) mengungkapkan bahwa aspek pengungkapan dalam perspektif Islam menuntut pemenuhan atas dua hal utama yaitu *full disclosure* dan pertanggungjawaban sosial. Konsep pertanggungjawaban sosial dalam hal ini sangat terkait dengan penerapan prinsip *full disclosure* dalam rangka

pemenuhan informasi publik. Dalam konteks Islam, umat (publik) memiliki hak untuk mengetahui dampak operasional organisasi terhadap kesejahteraan masyarakat secara keseluruhan dan bagaimana pemenuhan prinsip-prinsip syariah telah dijalankan (Othman, Thani & Gani, 2009).

Pengungkapan yang lebih luas dan berkualitas akan berdampak pada penurunan *cost of capital*, yang mencakup biaya modal ekuitas (Botosan, 1997; Botosan & Plumlee, 2000) dan biaya hutang (Sengupta, 1998). Penurunan biaya modal merupakan salah satu faktor yang berdampak pada peningkatan nilai fundamental perusahaan sehingga dapat mengakibatkan kenaikan harga saham dan obligasi. Kondisi ini membuka peluang bagi para investor untuk mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham. Welker (1995) menunjukkan bahwa penurunan biaya modal memberikan keuntungan pula bagi perusahaan penerbit saham dan obligasi, yang ditunjukkan dengan penurunan *bid-ask spread* untuk pengungkapan yang lebih luas (Chang, Anna, Watson & Wee, 2008).

Ketersediaan informasi yang memadai bagi para investor akan mengurangi dampak dari praktik-praktik transaksi negatif di pasar modal. Laporan tahunan merupakan salah satu media yang memungkinkan perusahaan mengungkapkan aspek-aspek penting terkait pengelolaan sumberdaya dan proyeksi usaha di masa datang. Selain pelaporan keuangan, melalui keputusan BAPEPAM-LK nomor Kep-134/BL/2006 menetapkan bahwa emiten dan perusahaan publik wajib menyampaikan informasi secara terbuka kepada publik dalam laporan tahunan. Namun demikian hasil studi menunjukkan secara umum bahwa tingkat pengungkapan perusahaan publik di Indonesia masih rendah, bahkan untuk pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) kepatuhan emiten masih menunjukkan tingkat yang tidak memuaskan (Sidharta, 2003).

1.2 Perumusan Masalah

Informasi merupakan komoditas yang sangat penting dalam rangka pengoperasian secara optimal pasar modal yang efisien. Dalam rangka menciptakan pasar modal yang efisien dan melindungi kepentingan investor BAPEPAM-LK selaku regulator dalam bidang pasar modal telah menerbitkan serangkaian regulasi untuk mendorong transparansi dan transaksi yang *fair* di pasar

modal. Selain kewajiban penyampaian informasi laporan keuangan, emiten diwajibkan untuk menyampaikan laporan tahunan kepada publik. Pada tahun 2006 ketentuan tentang laporan tahunan diperbaharui dengan memperluas item pengungkapan yang wajib disampaikan dalam laporan tahunan emiten, melalui Keputusan Ketua BAPEPAM-LK nomor Kep-134/BL/2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten atau Perusahaan Publik. Pengungkapan dalam laporan tahunan diharapkan menjadi salah satu sumber utama bagi investor dalam melakukan penilaian terhadap aspek fundamental emiten. Beberapa hasil studi menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan emiten masih relatif rendah. Untuk laporan tahunan 2009 dalam pemberitaannya Bursa Efek Indonesia mencatat bahwa hanya satu emiten yang menyampaikan laporan tahunan sesuai ketentuan yang berlaku.

Pada sisi pelaku pasar, aktivitas di bursa efek indonesia menunjukkan masih adanya reaksi yang berlebihan dari investor terhadap pergerakan harga saham tertentu, yang memaksa BEI untuk menghentikan sementara transaksi perdagangan untuk memberikan waktu kepada pasar melakukan evaluasi yang memadai mengenai aspek fundamental emiten tersebut.

Berdasarkan uraian diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah *masih rendahnya tingkat pengungkapan dalam laporan tahunan emiten dan perusahaan publik serta masih adanya pergerakan harga saham yang tidak wajar dalam transaksi di bursa efek tanpa adanya perubahan dalam aspek fundamental usaha dari emiten yang memaksa otoritas bursa untuk menghentikan sementara (suspend) transaksi perdagangan efek, sehingga perlu diketahui faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan dan bagaimana dampak dari peningkatan luas pengungkapan tersebut terhadap tingkat pengembalian saham.*

1.3 Batasan Penelitian

BAPEPAM-LK melalui keputusan nomor KEP-314/BL/2007, mengatur kriteria dan penerbitan daftar efek syariah sebagai panduan bagi pihak yang berinvestasi pada portofolio Efek Syariah. Untuk meningkatkan efektivitas dan efisiensi dalam penerbitan Daftar Efek Syariah, ketentuan tersebut disempurnakan kembali melalui Keputusan Ketua BAPEPAM-LK nomor KEP-180/BL/2009.

Penyusunan Daftar Efek Syariah melibatkan suatu tim yang beranggotakan pejabat dan pegawai di lingkungan BAPEPAM-LK, Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

Pengelompokan ini memungkinkan adanya segmentasi investor yang berbasis syariah. Kondisi tersebut mendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan yang dapat mengakomodasi keperluan informasi untuk segmen investor tersebut. Sehubungan dengan hal tersebut penelitian ini dibatasi pada analisis pada portfolio saham emiten yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah sebagaimana ditetapkan oleh BAPEPAM-LK. Berdasarkan pertimbangan tersebut penelitian ini difokuskan pada portfolio saham yang termasuk dalam daftar efek syariah.

Penelitian ini dibatasi pada analisis atas aspek pengungkapan yang mencakup 8 (delapan) tema/aspek pengungkapan yaitu : informasi umum mengenai perusahaan, informasi historis mengenai kinerja operasional dan keuangan perusahaan, diskusi manajemen mengenai hasil operasi dan proyeksi bisnis, pengungkapan mengenai implemmentasi *good governance*, pengungkapan mengenai produk, pengungkapan mengenai pengelolaan tenaga kerja, pengungkapan mengenai aktifitas pelesatarian lingkungan dan pengungkapan aspek pengembangan masyarakat. Pemilihan evaluasi item pengungkapan dikembangkan berdasarkan *checklist* item pengungkapan yang dikembangkan oleh Botosan (1997), Adhariani (2004), Haniffa & Hudaib (2004) serta Sayekti & Wondabio (2007).

Penelitian ini dibatasi pada analisis terhadap empat faktor yang diduga mempengaruhi tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan emiten. Keempat variabel tersebut adalah ukuran perusahaan, kepemilikan saham oleh publik, reputasi auditor dan tingkat leverage dalam struktur pendanaan usaha. Penelitian dilakukan terhadap pengungkapan dalam laporan tahunan 2009 untuk sampel perusahaan yang sahamnya termasuk dalam daftar efek syariah. Selain itu dilakukan pula analisis atas perbedaan luas pengungkapan antara perusahaan yang termasuk dalam katagori industri *high-profile* yaitu yang terkait dengan pengelolaan sumber daya alam dan yang mendapat perhatian dari masyarakat dengan industri *low-profile*.

1.4 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan batasan penelitian, pertanyaan penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan luas pengungkapan antara perusahaan kelompok industri *high-profile* dengan perusahaan dalam industri lainnya?
2. Bagaimanakah pengaruh faktor ukuran perusahaan terhadap tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan?
3. Bagaimanakah pengaruh kepemilikan saham oleh publik terhadap tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan?
4. Bagaimanakah pengaruh reputasi auditor laporan keuangan terhadap tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan?
5. Bagaimanakah pengaruh tingkat *leverage* terhadap tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan?
6. Bagaimanakah dampak tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan terhadap tingkat pengembalian saham emiten dalam daftar efek syariah?
7. Bagaimanakah hubungan antara luas pengungkapan dalam laporan tahunan dengan kegunaan informasi laba dalam memprediksi tingkat pengembalian saham emiten dalam daftar efek syariah?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan paparan latar belakang dan permasalahan diatas, tujuan penelitian ini adalah:

1. Mengetahui perbedaan keluasan pengungkapan laporan tahunan antar jenis industri.
2. Mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan emiten dalam daftar efek syariah.
3. Mengetahui dampak dari luas pengungkapan dalam laporan tahunan terhadap tingkat pengembalian saham syariah.
4. Mengetahui pola hubungan interaksi antara luas pengungkapan dalam laporan tahunan dengan kegunaan informasi laba dalam memprediksi tingkat pengembalian saham syariah.

1.6 Manfaat Penelitian

Secara umum penelitian ini diharapkan dapat melengkapi hasil penelitian sebelumnya untuk lebih memahami mengenai tingkat pengungkapan dan manfaatnya. Selain itu diharapkan hasil penelitian ini berguna bagi beberapa pihak, antara lain:

1. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan yang mewakili pihak pemerintah sebagai pengawas dan regulator serta Bursa Efek Indonesia sebagai otoritas bursa, untuk mengetahui tingkat pengungkapan yang dilakukan emiten dan memahami reaksi pasar terhadap luas pengungkapan, untuk kemudian melakukan evaluasi terhadap ketentuan pengungkapan yang ada dalam rangka menciptakan transparansi dan *fairness* dalam transaksi di bursa.
2. Bagi emiten, yaitu untuk mengetahui manfaat dari peningkatan luas pengungkapan sehingga diharapkan kualitas pengungkapan emiten dapat meningkat.
3. Akademisi, untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut tentang pengungkapan dimasa datang
4. Masyarakat pemakai laporan tahunan, khususnya investor dalam melakukan analisis dan mempertimbangkan pilihan investasi saham.

1.7 Kerangka Teori

Kerangka teori (*theoretical framework*) adalah suatu konsep model tentang bagaimana suatu teori dapat memuat secara logika hubungan-hubungan antara beberapa faktor yang telah diidentifikasi sedemikian penting terhadap permasalahan. Pada dasarnya kerangka teori mendiskusikan hubungan antara variabel-variabel yang dianggap menjadi kesatuan dinamis atau situasi yang sedang diselidiki. Dari kerangka teori selanjutnya dapat dikembangkan pengujian hipotesis untuk menjelaskan formulasi teori valid atau tidak. Berikut akan disajikan pembahasan mengenai kerangka teori dari penelitian ini.

Keputusan dari para pelaku pasar didasarkan pada hasil penilaian terhadap informasi yang dimiliki. Hubungan antara informasi relevan dan harga saham di bursa dinyatakan sebagai *efficient market hypothesis* (EMH) yang dipopulerkan

oleh Fama pada tahun 1960-an. EMH didasarkan pada asumsi bahwa pasar sekuritas merupakan pasar bebas dimana keseimbangan terbentuk akibat interaksi antara kekuatan penawaran dan permintaan. Harga saham akan bergerak naik atau turun jika informasi baru. Perubahan harga yang terjadi merupakan keseimbangan dari penyesuaian para investor terhadap informasi yang diterima pasar.

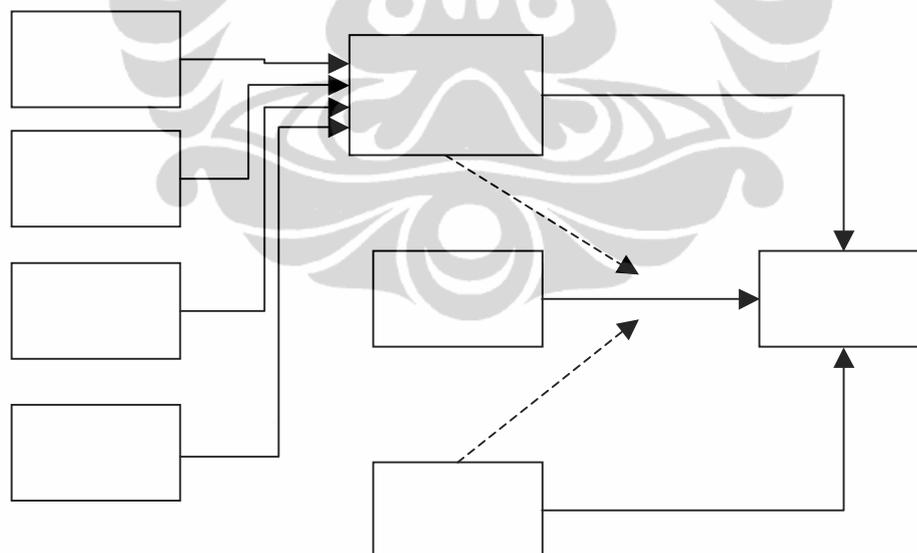
Laporan keuangan merupakan salah satu media pengungkapan yang termasuk dalam pengungkapan wajib bagi emiten. Laporan keuangan ditujukan untuk memenuhi kebutuhan bersama sebagian besar pemakai, namun demikian, laporan keuangan tidak menyediakan semua informasi yang mungkin dibutuhkan pemakai dalam mengambil keputusan ekonomi karena secara umum menggambarkan pengaruh keuangan dan kejadian masa lalu. Menurut Lev (1989), informasi laba diyakini sebagai informasi utama yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan (Sayekti dan Wondabio, 2007). Reaksi pasar terhadap informasi laba ditunjukkan dengan nilai *Earning Response Coefficient* (ERC). ERC mengukur tingkat *abnormal return* sebagai dampak dari adanya komponen yang tidak terduga dalam informasi laba yang dilaporkan oleh perusahaan penerbit sekuritas (Scott, 2003).

Laporan keuangan merupakan salah satu bagian dari laporan berkala yang wajib disampaikan kepada pengawas pasar modal dan masyarakat. Untuk menciptakan pasar modal yang efisien dan berjalan dengan *fair*, ditetapkan serangkaian regulasi untuk meningkatkan kualitas pengungkapan oleh emiten. Salah satu bentuk pengungkapan yang komprehensif mengenai emiten dilakukan melalui laporan tahunan. Selain laporan keuangan dan pengungkapan wajib dalam laporan tahunan, perusahaan dianjurkan untuk mengungkapkan informasi tambahan yang menjelaskan hal-hal yang mempengaruhi kinerja keuangan, risiko dan ketidakpastian serta laporan mengenai lingkungan hidup dan laporan tambahan (*value added statement*). Pengungkapan tersebut dapat ditambahkan pada laporan tahunan. Pengungkapan informasi yang tidak diwajibkan merupakan bentuk pengungkapan sukarela. Tuntutan pengungkapan sukarela semakin berkembang seiring dengan makin luasnya konsep *stakeholders* dan implementasi *good corporate governance*. Pengungkapan sukarela dapat digunakan oleh

manajemen untuk menjelaskan kondisi dan kinerja keuangan serta memberikan gambaran mengenai prospek perusahaan di masa datang.

Tingkat keluasan pengungkapan dipengaruhi oleh banyak faktor. *Political cost hypothesis* dengan basis optimalisasi nilai perusahaan dan *stakeholders theory* dengan basis pemenuhan kebutuhan informasi bagi *stakeholders*, termasuk dalam beberapa pandangan yang mencoba menjelaskan mengenai variabilitas tingkat pengungkapan yang terjadi antar perusahaan. Ukuran perusahaan, tingkat kepemilikan saham oleh publik, kualitas auditor laporan keuangan dan tingkat *leverage* merupakan empat faktor diantara beberapa faktor yang diduga mempengaruhi tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan.

Berdasarkan paparan diatas dikembangkan penelitian untuk menjelaskan karakteristik perusahaan dan faktor yang mempengaruhi tingkat keluasan pengungkapan serta bagaimana dampak tingkat keluasan pengungkapan, tingkat keinformatifan kinerja keuangan perusahaan yang diproksi dengan informasi laba berpengaruh terhadap harga saham. Secara garis besar kerangka teori penelitian dapat dilihat pada Gambar 1.1 berikut:



Gambar 1.1 Kerangka Teori Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan dan Hubungan Luas Pengungkapan, Informasi dan Tingkat pengembalian saham.

1.7 Sistematika Pembahasan

Tesis ini disusun dengan sistematika sebagai berikut:

1. Pendahuluan, yang meliputi latar belakang, perumusan masalah, pembatasan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan dan manfaat penelitian, kerangka teori dan sistematika pembahasan.
2. Landasan Teori adalah pembahasan mengenai konsep dan teori yang relevan dengan topik penelitian serta hasil-hasil riset dan penelitian sebelumnya. Studi literatur dan pustaka-pustaka ini dibutuhkan untuk menunjang dan menjadi dasar argumen penelitian ini, karena suatu riset harus didasari oleh teori dan riset-riset sebelumnya yang memiliki keterkaitan diantaranya.
3. Metode Penelitian, yang menguraikan tentang metodologi secara lebih rinci, proses dan tempat pengambilan data serta data apa saja yang akan dibutuhkan untuk penelitian ini. Model regresi yang digunakan dan metode pengujian hipotesis akan dijabarkan secara lebih mendalam.
4. Pembahasan, menjelaskan data penelitian, interpretasi hasil pengolahan data serta analisis dan pembahasan hasil pengujian hipotesis berdasarkan konsep dan teori serta perbandingan dengan hasil penelitian sebelumnya.
5. Kesimpulan dan Saran, adalah penjelasan mengenai simpulan hasil-hasil penelitian dan keterbatasan-keterbatasan dari penelitian ini. Disamping itu disampaikan pula saran-saran yang ditujukan bagi pengembangan penelitian selanjutnya.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Dalam bab ini akan dibahas tentang sejumlah hasil penelitian, artikel dan referensi, yang terkait dengan pokok permasalahan yang akan diteliti. Tujuan pembahasan dalam bab ini adalah untuk mendapatkan informasi mengenai perkembangan terakhir tentang pokok permasalahan penelitian dan dukungan teoritis untuk memperoleh kerangka pemikiran dalam mendapatkan penelitian yang akurat.

2.1 Informasi di Pasar Modal

2.1.1 Informasi dan Teori Keagenan

Permasalahan utama bagi perekonomian adalah alokasi *savings* secara optimal kepada peluang investasi yang ada. Walaupun investor dan pengusaha saling membutuhkan dalam kegiatan ekonomi mereka, namun mempertemukan kedua hal tersebut bukan merupakan sesuatu yang sederhana. Healy dan Palepu (2001) menjelaskan bahwa hal tersebut sulit dilakukan setidaknya karena dua hal. Pertama, pengusaha biasanya memiliki informasi lebih baik dari investor tentang nilai peluang investasi bisnis dan memiliki kesempatan untuk melebihkan (*overstate*) nilai bisnis tersebut. Dalam hal ini tercipta permasalahan informasi (*information problem*). Kedua, setelah investor berinvestasi dalam entitas bisnis, pengusaha memiliki insentif untuk mengambil alih dana mereka, yang menciptakan permasalahan keagenan (*agency problem*).

Akerlof (1970) menjelaskan permasalahan informasi tersebut dengan ilustrasi *lemon problem* pada perdagangan otomotif. Seiring dengan berjalannya waktu pemilik mobil memiliki pengetahuan akan kualitas mesin mobilnya dan akan merevisi probabilitas mobil menjadi mobil rusak (*lemon*), dimana perkiraan ini lebih akurat dari perkiraan awal. Kondisi asimetri informasi telah tercipta, dimana penjual kini memiliki pengetahuan yang lebih baik tentang kualitas mobil dibanding pembeli. Dalam kegiatan pengelolaan perusahaan, *lemon problem* tersebut berimplikasi pada penilaian rata-rata oleh investor atas gagasan usaha dari pihak manajemen. Penilaian tersebut akan lebih rendah dari yang seharusnya terhadap gagasan usaha yang baik dan sebaliknya akan lebih tinggi dari yang

seharusnya pada gagasan usaha yang kurang baik. Menurut Scott (2003), kondisi asimetri informasi terdiri dari 2 bentuk yaitu *adverse selection* dan *moral hazard*.

Dalam teori *adverse selection* pengetahuan manajemen yang lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan investor dan pihak luar, memungkinkan tidak seluruhnya informasi yang dapat mempengaruhi keputusan pemegang saham diungkapkan. Konsep *moral hazard*, didasarkan pada pandangan bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham dan kreditur. Kondisi ini memungkinkan manajer melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang tidak sesuai dengan kontrak dan atau norma dan etika usaha.

Aktifitas penyediaan informasi bagi para investor untuk memperkecil kesenjangan informasi merupakan kunci mereduksi permasalahan asimetri informasi tersebut. Healy dan Palepu (2001) menyatakan bahwa hal tersebut dilakukan antara lain dengan optimalisasi kontrak antara investor dan manajemen, yang memberikan insentif bagi manajemen untuk melakukan pengungkapan informasi, sehingga mengurangi risiko terjadinya mis-valuasi. Solusi lain adalah dengan instrumen regulasi yang mewajibkan manajer untuk sepenuhnya mengungkapkan informasi privat yang dimiliki. Permasalahan asimetri informasi menciptakan kebutuhan akan intermediasi informasi, seperti analis keuangan dan lembaga pemeringkat.

Permasalahan keagenan (*agency problem*) terjadi ketika kepemimpinan suatu entitas tidak dilakukan langsung oleh pemilik (*principal*), namun diserahkan kepada manajemen (*agents*). Permasalahan timbul karena adanya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer. Sebagai *agent*, manajer secara moral bertanggung jawab untuk mengoptimalkan nilai / kekayaan pemilik, namun disisi yang lain para manajer juga mempunyai kepentingan memaksimalkan kesejahteraan mereka. Jensen & Meckling (1976) menegaskan bahwa dalam kondisi ini kemungkinan besar mereka tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemilik (Watts & Zimmerman, 1990:133).

Terdapat beberapa solusi untuk mengatasi *agency problem* tersebut. Healy dan Palepu (2001) menyebutkan beberapa hal yang dapat dilakukan untuk mengatasi permasalahan ini, yaitu:

1. Optimalisasi kontrak antara pengusaha dan investor, untuk menyelaraskan kepentingan pengusaha dan kreditur dengan pihak manajemen.
2. Keberadaan dewan komisaris, mewakili pemilik dengan peran melakukan pengawasan dan pemantauan terhadap manajemen.
3. Keberadaan pihak intermediasi informasi, seperti analis keuangan dan lembaga pemeringkat.

Adanya *agency problem*, dapat membantu terbentuknya organisasi ekonomi yang efisien (Fama 1980). Persaingan antar perusahaan, memaksa evolusi perangkat yang efisien untuk memantau kinerja seluruh tim manajemen dan pegawai. Pegawai terutama para manajer, menghadapi pengawasan dari pemilik dan pada saat yang bersamaan memiliki kesempatan dalam pasar atas jasa dan kemampuan mereka, baik di dalam maupun di luar perusahaan.

2.1.2 Akuntansi dan Pelaporan Keuangan

2.1.2.1 Tujuan Pelaporan Keuangan

PSAK 01 menyatakan bahwa laporan keuangan ditujukan untuk menyediakan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan menunjukkan apa yang telah dilakukan manajemen (*stewardship*), atau pertanggungjawaban manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya.

Berdasarkan *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No. 1 (FASB, 1978), laporan keuangan merupakan gambaran utama dari pelaporan keuangan yang berfungsi sebagai alat komunikasi informasi akuntansi keuangan kepada pihak-pihak eksternal. Berkenaan dengan laba-rugi, SFAC No. 2 (FASB, 1980) menyatakan bahwa laporan laba-rugi sangat penting bagi para pemakainya (*user*) karena memiliki nilai prediktif. Para investor, kreditor, dan pihak-pihak lainnya sering menggunakan informasi laba dan informasi tentang komponen-komponen laba untuk menilai prospek arus kas dari investasi atau pinjaman yang mereka berikan.

Konsep pengungkapan dalam laporan keuangan umumnya mencakup tiga hal yaitu: pengungkapan penuh (*full disclosure*), pengungkapan cukup (*adequate*

disclosure) dan pengungkapan wajar (*fair disclosure*). Tingkat pengungkapan dalam laporan keuangan merupakan hal yang dipengaruhi oleh penilaian (*judgement*) dari manajer. Tingkat pengungkapan yang makin mendekati pengungkapan penuh (*full disclosure*) akan mengurangi asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan pengguna laporan keuangan.

Laporan keuangan merupakan produk utama dari proses akuntansi yang merupakan instrumen pencatatan transaksi keuangan perusahaan. Dalam perpektif Islam pencatatan transaksi bisnis perusahaan merupakan hal sangat penting. Pencatatan tersebut merupakan salah satu perintah Allah SWT, yang menjadi kewajiban umat muslim untuk melaksanakannya. Dalam Al Qur'an Surah Al Baqarah ayat 282 Allah SWT berfirman:

” Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya, meka hendaklah ia menulis, dan hendaklah orang yang berhutang itu mengimlakkan (apa yang akan ditulis itu), dan hendaklah ia bertakwa kepada Allah Tuhannya, dan janganlah ia mengurangi sedikitpun daripada hutangnya. Jika yang berhutang itu orang yang lemah akalnya atau lemah (keadaannya) atau dia sendiri tidak mampu mengimlakkan, maka hendaklah walinya mengimlakkan dengan jujur. Dan persaksikanlah dengan dua orang saksi dari orang-orang lelaki (di antaramu). Jika tak ada dua oang lelaki, maka (boleh) seorang lelaki dan dua orang perempuan dari saksi-saksi yang kamu ridhai, supaya jika seorang lupa maka yang seorang mengingatkannya. Janganlah saksi-saksi itu enggan (memberi keterangan) apabila mereka dipanggil; dan janganlah kamu jemu menulis hutang itu, baik kecil maupun besar sampai batas waktu membayarnya. Yang demikian itu, lebih adil di sisi Allah dan lebih menguatkan persaksian dan lebih dekat kepada tidak (menimbulkan) keraguanmu. (Tulislah mu'amalahmu itu), kecuali jika mu'amalah itu perdagangan tunai yang kamu jalankan di antara kamu, maka tidak ada dosa bagi kamu, (jika) kamu tidak menulisnya. Dan persaksikanlah apabila kamu berjual beli; dan janganlah penulis dan saksi saling sulit menyulitkan. Jika kamu lakukan (yang demikian), maka sesungguhnya hal itu adalah suatu kefasikan pada dirimu. Dan bertakwalah kepada Allah; Allah mengajarmu; dan Allah Maha Mengetahui segala sesuatu”

Harahap (2008) menjelaskan bahwa ayat tersebut merupakan ayat terpanjang dalam Al Qur'an. Kegiatan muamalah dalam ayat tersebut menjelaskan sebagian besar aktifitas manusia dan perusahaan, dengan demikian kegiatan

pemeliharaan catatan dan akuntansi wajib hukumnya bagi perusahaan dan bahkan pribadi. Lebih lanjut Harahap (2008) menjelaskan bahwa dalam perpektif Islam akuntansi dilaksanakan dalam rangka menjaga terciptanya keadilan dalam masyarakat, karena akuntansi memelihara catatan sebagai *accountability* dan menjamin akurasinya.

Sesuai dengan tujuan syariah yang berusaha untuk menciptakan masalah terhadap seluruh aktivitas manusia tidak terkecuali dalam aktivitas ekonomi yang didalamnya juga melingkupi aktivitas akuntansi, maka akuntansi yang direfleksikan dalam laporan keuangan memiliki tujuan yang tidak bertentangan dengan tujuan syariah. Untuk merealisasikan tujuan tersebut pemberian informasi akuntansi melalui laporan keuangan harus dapat menjamin kebenaran, kepastian, keterbukaan, keadilan diantara pihak-pihak yang mempunyai hubungan ekonomi, dimana inti prinsip ekonomi syariah menurut Al-Qur'an adalah: keadilan, kerjasama, keseimbangan larangan melakukan transaksi apapun yang bertentangan dengan syariah, eksploitasi dan segala bentuk kedhaliman/penganiayaan (Harahap, 2008).

Untuk mengakomodasi perkembangan industri yang melandaskan usahanya berdasarkan prinsip syariah, Ikatan Akuntan Indonesia telah menetapkan standar penyajian laporan keuangan syariah sebagaimana dinyatakan dalam PSAK 101. standar tersebut dimaksudkan untuk penyajian dan pengungkapan laporan keuangan untuk tujuan umum (*general purpose financial statements*) untuk entitas syariah, agar dapat dibandingkan baik dengan laporan keuangan entitas syariah periode sebelumnya maupun dengan laporan keuangan entitas syariah lain.

Manajemen perusahaan memikul tanggung jawab utama dalam penyusunan dan penyajian laporan keuangan perusahaan. Manajemen juga berkepentingan dengan informasi yang disajikan dalam laporan keuangan meskipun memiliki akses terhadap informasi manajemen dan keuangan tambahan yang membantu dalam melaksanakan tanggung jawab perencanaan, pengendalian dan pengambilan keputusan.

Manajemen memiliki kemampuan untuk menentukan bentuk dan isi informasi tambahan tersebut untuk memenuhi kebutuhannya sendiri. Laporan keuangan yang diterbitkan didasarkan pada informasi yang digunakan manajemen

tentang posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan. Laporan keuangan yang disusun untuk tujuan ini memenuhi kebutuhan bersama sebagian besar pemakai. Laporan keuangan tidak menyediakan semua informasi yang mungkin dibutuhkan pemakai dalam pengambilan keputusan. Sebagaimana dijelaskan sebelumnya Laporan keuangan juga menunjukkan apa yang telah dilakukan manajemen (*stewardship*), atau pertanggungjawaban manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya. Pengguna laporan dapat menilai apa yang telah dilakukan atau pertanggungjawaban manajemen sehingga dapat membuat keputusan ekonomi termasuk keputusan untuk menahan atau menjual investasi mereka dalam perusahaan atau keputusan untuk mengangkat kembali atau mengganti manajemen.

2.1.2.2 Karakteristik Kualitatif Laporan Keuangan

Karakteristik kualitatif merupakan ciri khas yang membuat informasi laporan keuangan berguna bagi pemakai. Ikatan Akuntan Indonesia dalam Kerangka Dasar Penyusunan Penyajian Laporan Keuangan, mendefinisikan 4 (empat) karakteristik kualitatif pokok, yaitu:

1. Dapat dipahami

Dapat dipahami artinya adalah kemudahannya untuk segera dapat dipahami oleh pemakai. Pemakai diasumsikan memiliki pemahaman yang memadai mengenai aktivitas bisnis dan ekonomi dan bersedia mempelajari informasi yang diberikan dengan tekun.

2. Relevan

Karakteristik relevan menyatakan bahwa informasi yang disajikan dapat mempengaruhi keputusan ekonomi pemakai dengan membantu mereka dalam mengevaluasi peristiwa masa lalu, masa kini atau masa depan, menegaskan atau mengoreksi hasil evaluasi yang telah mereka lakukan di masa lalu.

3. Keandalan

Informasi dikatakan andal jika informasi tersebut bebas dari pengertian yang menyesatkan, kesalahan material, dan dapat diandalkan oleh

pemakainya sebagai penyajian yang tulus atau jujur dari yang seharusnya disajikan atau yang secara wajar diharapkan dapat disajikan.

4. Dapat diperbandingkan

Pemakai harus dapat memperbandingkan laporan keuangan perusahaan antar periode untuk mengidentifikasi *trend* posisi dan kinerja keuangan.

Untuk memenuhi kualitas informasi tersebut dibatasi oleh tiga batasan yaitu: *cost effectiveness*, *materiality*, dan *conservatism*. Informasi seperti komoditi lainnya harus memiliki nilai yang lebih besar dari biaya memperolehnya bagi konsumennya. Hambatan dalam konsep *cost effectiveness* adalah aspek ketidakpastian dan kesulitan dalam mengukur biaya dan manfaat yang diperoleh, terutama dalam hal menghitung manfaatnya. Jumlah yang dilaporkan dalam laporan keuangan seringkali tidak pasti, melainkan berdasarkan estimasi dan hasil ringkasan dari ratusan atau bahkan ribuan transaksi yang berdiri sendiri. Secara umum FASB dalam Statement of Financial Accounting Concept No. 2 menyajikan batasan dalam hal materialitas yaitu:

“The omission or misstatement of an item in a financial report is material if, in the light of surrounding circumstances, the magnitude of the item is such that it is probable that the judgement of reasonable person relying upon the report would have been changed or influenced by the inclusion or correction of the item.”

Menurut FASB ukuran materialitas adalah apabila penghilangan atau kesalahan dari suatu bagian mempengaruhi atau mengubah keputusan ekonomi yang akan diambil oleh para pengguna informasi.

2.1.3 Pengungkapan di Pasar Modal

2.1.3.1 Pengungkapan wajib

Untuk menciptakan kegiatan pasar modal transparan dan efisien, diperlukan adanya keterbukaan informasi di pasar modal. Pasal 86 Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal mengatur bahwa emiten diwajibkan untuk menyampaikan laporan secara berkala kepada BAPEPAM-LK dan mengumumkan laporan tersebut kepada masyarakat. Laporan berkala

tersebut, adalah: neraca, laporan laba rugi, laporan saldo laba, laporan arus kas, catatan atas laporan keuangan.

Selain laporan berkala emiten diwajibkan pula untuk menyampaikan laporan kepada BAPEPAM-LK, dan mengumumkan kepada masyarakat jika terdapat peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga saham selambat-lambatnya pada akhir hari kerja ke-2 setelah terjadinya peristiwa tersebut. BAPEPAM-LK sebagai lembaga yang memiliki otoritas untuk menetapkan regulasi pasar modal, telah menetapkan pengaturan tentang kewajiban pengungkapan yang terus disempurnakan dalam rangka penyediaan informasi yang berguna bagi investor dalam pembuatan keputusan investasi. Hal ini terakhir diatur dalam Keputusan Ketua BAPEPAM-LK nomor Kep-134/BL/2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten atau Perusahaan Publik. Laporan tersebut disampaikan selambat-lambatnya 4 (empat) bulan setelah tahun buku berakhir. Laporan tahunan tersebut wajib memuat ikhtisar data keuangan penting, laporan dewan komisaris, laporan direksi, profil perusahaan, analisis dan pembahasan manajemen, tata kelola perusahaan, tanggung jawab direksi atas laporan keuangan, dan laporan keuangan yang telah diaudit.

Selain informasi yang diwajibkan, perusahaan publik dapat pula menambahkan pengungkapan lainnya secara sukarela (*voluntary disclosure*) dalam laporan tahunan tersebut.

2.1.3.2 Pengungkapan Sukarela

Meek dkk. (1995) sebagaimana dinyatakan oleh Murwaningsari (2008:4), menjelaskan tentang pengertian pengungkapan sukarela sebagai berikut:

”pengungkapan sukarela merupakan pilihan bebas manajemen perusahaan untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lain yang relevan untuk pembuatan keputusan para pemakai laporan tahunan. Karena perusahaan memiliki keleluasan dalam melakukan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sehingga menimbulkan adanya keragaman atau variasi luas pengungkapan sukarela antar perusahaan”.

Pengungkapan sukarela adalah pengungkapan informasi dalam laporan tahunan perusahaan melebihi item pengungkapan yang diwajibkan berdasarkan ketentuan yang berlaku, yang mencerminkan pilihan bebas manajemen

perusahaan dengan tujuan menyediakan kepada pengguna, informasi relevan dalam pengambilan keputusan (Zou dan Panbunyuen, 2008). Karena perusahaan memiliki keleluasan dalam melakukan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sehingga menimbulkan adanya keragaman atau variasi luas pengungkapan sukarela antar perusahaan.

Sebagai tambahan atas pelaporan keuangan, perusahaan menyampaikan tambahan informasi secara sukarela seperti perkiraan dan prediksi manajemen, kajian analis keuangan, pemberitaan mengenai perusahaan di media massa, publikasi internet, kajian dan pendapat analis keuangan (Healy & Palepu, 2001)

Dye (2001) menyatakan bahwa teori dari pengungkapan sukarela merupakan salah satu bentuk dari *game theory* dengan premis utama adalah bahwa setiap entitas melakukan pengungkapan yang menurut pertimbangan mereka akan menguntungkan bagi entitas tersebut, dan tidak akan mengungkapkan informasi yang akan berdampak negatif bagi entitas (Dedman dkk., 2007).

Henderson dkk. (2004), menjelaskan beberapa teori akuntansi yang terkait dengan pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan, yaitu *signalling theory*, *political theory*, *legitimacy theory* dan *stakeholders theory*. Berdasarkan teori *signalling*, tingkat keluasaan pengungkapan digunakan oleh perusahaan sebagai isyarat (*signal*) bagi pasar. Pengungkapan yang lebih sedikit memberikan merupakan "*bad news signal*". Dalam menjalankan kegiatannya perusahaan dapat menanggung biaya tambahan sebagai konsekuensi transfer kesejahteraan kepada pihak terkait. Biaya tersebut mencakup tambahan beban terkait regulasi seperti beban pajak, pelaporan keuangan serta beban lain seperti tuntutan kenaikan gaji karyawan. *Political cost theory* menjelaskan bahwa pengungkapan dilakukan untuk mengurangi *political cost* tersebut, sehingga keluasaan pengungkapan akan terkait dengan ukuran perusahaan dan sifat industri. *Legitimacy theory*, menjelaskan tentang pengungkapan berdasarkan keselarasan nilai perusahaan dengan nilai yang berkembang di masyarakat. Pengungkapan sukarela dapat menjadi media bagi perusahaan untuk menjelaskan mengenai gap yang muncul atas ekspektasi masyarakat terhadap perusahaan. *Stakeholders* merupakan pihak yang mempengaruhi dan terkait dengan kegiatan perusahaan, sehingga penting

bagi perusahaan untuk mengelola hubungan dengan para *stakeholders*. *Stakeholders theory* merumuskan bahwa pengungkapan merupakan salah satu media komunikasi perusahaan dengan para *stakeholders* untuk mengelola hubungan tersebut.

Pengungkapan lebih luas dari yang dipersyaratkan oleh otoritas pasar modal dilakukan oleh perusahaan dengan beberapa alasan. Healy dan Palepu (2001) menyatakan bahwa berdasarkan penelitian sebelumnya dapat diidentifikasi setidaknya terdapat enam hal yang mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan pengungkapan sukarela, yaitu *Capital Market Transaction Hypothesis*, *Corporate Control Contest Hypothesis*, *Stock Compensation Hypothesis*, *Litigation Cost Hypothesis*, *Management Talent Signaling Hypothesis* dan *Proprietary Cost Hypothesis*.

Berdasarkan *Capital Market Transaction Hypothesis* dinyatakan bahwa persepsi investor terhadap perusahaan merupakan hal yang penting bagi manajer perusahaan yang berencana untuk menerbitkan surat hutang atau saham atau mengakuisisi perusahaan lain melalui pembelian saham. Pengungkapan akan mengurangi asimetri informasi yang akan berdampak pada penurunan biaya atas pendanaan eksternal tersebut. Penelitian Lang dan Lundholm (1993) terhadap perusahaan yang melakukan penawaran ekuitas menemukan bahwa terdapat peningkatan pengungkapan yang signifikan dimulai 6 bulan sebelum penawaran dilakukan.

Teori *Corporate Control Contest Hypothesis* diajukan berdasarkan hasil penelitian bahwa dewan komisaris dan investor memandang bahwa manajemen bertanggung jawab atas kinerja saham perusahaan. Berdasarkan teori ini adanya risiko kehilangan pekerjaan sehubungan dengan buruknya kinerja saham dan laba perusahaan, maka manajer memiliki motivasi untuk menggunakan pengungkapan sebagai sarana untuk mengurangi kemungkinan penilaian saham yang undervalued dan menjelaskan justifikasi terjadinya kinerja laba yang buruk.

Stock Compensation Hypothesis, terkait dengan kebijakan pemberian kompensasi kepada pihak manajemen dalam bentuk kepemilikan saham, seperti saham bonus dan hak opsi. Kebijakan ini memberikan insentif bagi para manajer untuk memperluas pengungkapan sukarela dengan beberapa alasan. Pertama, para

manajer tertarik untuk terlibat dalam perdagangan kepemilikan saham mereka, sehingga mendorong mereka untuk mengungkapkan lebih banyak informasi untuk meningkatkan likuiditas saham perusahaan. Kedua, manajer bertindak sebagai pemegang saham perusahaan dimana dengan perluasan pengungkapan dapat mengurangi biaya kontraktual kompensasi saham bagi karyawan baru.

Dalam *Litigation Cost Hypothesis*, dinyatakan bahwa risiko tuntutan hukum dari pemegang saham akan berdampak pada keputusan pengungkapan pihak manajemen, dalam dua hal. Pertama, upaya hukum terhadap manajer atas pengungkapan yang tidak memadai atau tidak tepat waktu akan mendorong perusahaan untuk memperluas pengungkapan sukarela. Kedua, risiko litigasi berpotensi mengurangi motivasi manajer untuk memperluas pengungkapan, terutama untuk informasi yang terkait masa depan perusahaan.

Management Talent Signaling Hypothesis, terkait dengan hasil penelitian Trueman (1986) yang menyatakan bahwa manajer yang berprestasi memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan prediksi laba perusahaan secara sukarela. Hal ini didasarkan pada pandangan bahwa nilai pasar perusahaan merupakan fungsi dari persepsi investor terhadap kemampuan manajemen untuk mengantisipasi dan merespon perubahan lingkungan ekonomi perusahaan (Healy & Palepu, 2001:424).

Berdasarkan *Proprietary Cost Hypothesis* dinyatakan bahwa keputusan perusahaan untuk mengungkapkan informasi kepada investor, dipengaruhi oleh kekhawatiran bahwa pengungkapan tersebut dapat berdampak negatif pada keunggulan kompetitif produk mereka di pasar. Clinch dan Verrechia (1997) menunjukkan bahwa probabilitas pengungkapan oleh perusahaan akan menurun seiring dengan peningkatan tingkat kompetisi yang dialami oleh perusahaan tersebut.

2.1.3.3 Pengungkapan Aspek Sosial

Perkembangan tuntutan pertanggungjawaban perusahaan kepada para *stakeholders* mendorong penerapan tata kelola yang baik (*good corporate governance*). Organization of Economic Co-operation and Development, OECD, mendefinisikan *Good Corporate Governance* sebagai suatu sistem dimana suatu

entitas bisnis diarahkan dan dikendalikan, melalui suatu struktur yang menjelaskan bagaimana peran dari para *stakeholders* dalam menentukan dan mencapai tujuan entitas bisnis.

Prinsip transparansi dalam *Corporate Governance* menuntut entitas untuk memastikan bahwa pengungkapan yang tepat waktu dan akurat telah dilakukan pada semua aspek yang material mengenai entitas, termasuk kondisi keuangan, capaian kinerja, kepemilikan, dan tata kelola (OECD, 2004). Prinsip tersebut merupakan salah satu dari empat prinsip dasar *Good Corporate Governance* yang dikembangkan OECD, disamping prinsip *fairness*, *accountability* dan *responsibility*. Prinsip *Fairness* menuntut tidak adanya diskriminasi bagi pemegang saham minoritas.

Gray dkk (1995) mengelompokkan teori yang dipergunakan oleh para peneliti untuk menjelaskan mengenai kecenderungan pengungkapan sosial dalam tiga kelompok utama, yaitu:

1. *Decision usefulness studies*. Pengungkapan sosial dilakukan karena informasi tersebut dibutuhkan dalam rangka pengambilan keputusan oleh para pemakai laporan keuangan dan ditempatkan dalam katagori “*moderately important*”..
2. *Economic theory studies*. Sebagai bagian dari *principal* yang mewakili seluruh interest group perusahaan, pihak manajemen melakukan pengungkapan sosial sebagai upaya untuk memenuhi tututan publik.
3. *Social and political theory studies*. Studi di bidang ini mencoba menerapkan perpektif yang lebih luas dengan menggunakan teori stakeholder, teori legitimasi dan teori ekonomi politik dalam menjelaskan kecenderungan pengungkapan sosial.

Beberapa peneliti mencoba mengkaitkan pengungkapan aspek sosial dengan jenis industri. Industri dikelompokkan dalam katagori *high-profile* dan *low-profile*. Roberts (1992) dalam Hackston dan Milne (1996:11) menjelaskan bahwa industri *high-profile* adalah industri yang memiliki *consumer visibility*, tingkat risiko politik, dan tingkat kompetisi yang tinggi. Dierkes dan Preston (1977) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang kegiatan ekonomi

memodifikasi lingkungan, seperti industri ekstraktif, cenderung akan mengungkapkan informasi tentang lingkungan dibandingkan perusahaan dalam industri lain (Hackston dan Milne, 1996:5). Termasuk dalam perusahaan *high-profile* adalah perusahaan yang bergerak dalam industri perminyakan dan pertambangan, kimia, agrobisnis dan kehutanan, otomotif, energi/kelistrikan dan produk makanan dan minuman. Sedangkan industri yang termasuk low-profile adalah industri konstruksi, property, keuangan dan industri perdagangan retail.

Untuk pasar modal Indonesia, Indrawati (2009) menunjukkan bahwa pengungkapan tanggung jawab sosial sangat terkait dengan tipe (*profile*) industri. Perusahaan yang bidang operasionalnya memiliki dampak yang besar terhadap lingkungan dan masyarakat akan melakukan pengungkapan lebih banyak informasi sosial.

Mirza dan Baydoun (1999) menjelaskan bahwa dalam perspektif Islam pengungkapan aspek sosial oleh manajemen merupakan salah satu bentuk pertanggungjawaban kepada masyarakat dan Allah SWT terhadap amanah sumber daya ekonomi yang diserahkan kepadanya. Konsep utama kepemilikan dalam Islam berbeda dengan kepemilikan sebagaimana difahami di dunia barat. Berdasarkan hukum Islam manusia hanyalah menjalankan amanah, dimana kepemilikan atas seluruh aset adalah mutlak milik Allah SWT. Manusia tidak dapat menggunakan seenaknya sumberdaya ekonomi yang diamanahkan Allah SWT. Akuntabilitas dipandang sebagai tanggungjawab pribadi kepada Allah SWT, tidak seperti konsep kapitalis yang menekankan pertanggungjawaban kepada pemilik modal. Pertanggungjawaban dalam konsep Islam diterjemahkan sebagai tanggung jawab kepada masyarakat luas.

2.1.4 Studi Tingkat Keluasan Pengungkapan

Untuk mengukur tingkat keluasan pengungkapan peneliti menggunakan indeks pengungkapan yang dikembangkan sendiri oleh peneliti maupun dengan mengacu pada aspek pengukuran pengungkapan yang dikeluarkan oleh analis atau lembaga profesi pasar modal seperti CFA Institute (sebelum tahun 2004 dikenal sebagai *Association for Investment Management and Research/AIMR*). Pengelompokan informasi yang diukur dilakukan dalam beberapa cara. Boesso

dan Kumar (2007) mengelompokkan sebagai informasi keuangan, informasi non keuangan, serta informasi historis dan informasi berkaitan rencana usaha dan masa depan perusahaan (Zou & Panbunyuen, 2008:14).

Beberapa studi lain (Meek, 1995; Eng dan Mark, 2003; Lim, *et al.*, 2007) mengelompokkan pengungkapan dalam 3 hal besar yaitu informasi strategik, informasi keuangan dan informasi non keuangan (Zou & Panbunyuen, 2008:15). Hal ini didasarkan atas perbedaan pengguna laporan tahunan yaitu investor serta kelompok stakeholder lainnya. Investor mengandalkan informasi strategik dan informasi keuangan dalam pengambilan keputusan sedangkan informasi non keuangan menyediakan informasi akuntabilitas perusahaan yang ditujukan bagi kelompok *stakeholder* yang lebih luas diluar pemilik dan investor.

Secara umum studi pengukuran luas pengungkapan dalam laporan tahunan dilakukan dengan dua pendekatan yaitu pengukuran dengan pembobotan item pengungkapan dan pengukuran tanpa pembobotan atas item pengungkapan. Cerf (1961) yang merupakan peneliti awal yang melakukan studi dalam aspek pengungkapan (Adhariani, 2005). Penelitian ditujukan untuk menilai faktor-faktor apa yang mempengaruhi luasnya pengungkapan oleh emiten. Penelitian dilakukan melalui analisis regresi terhadap indeks pengungkapan yang ditentukan berdasarkan penilaian atas 31 item pengungkapan yang mengandung informasi yang dibutuhkan dalam penentuan keputusan investasi. Perhitungan indeks pengungkapan dilakukan melalui analisis materi pengungkapan (*content analysis*) dalam laporan tahunan dengan pembobotan tertentu terhadap masing-masing item. Item-item yang diperhitungkan tidak membedakan aspek pengungkapan wajib (*mandatory*) dan sukarela (*voluntary*). Penelitian menunjukkan bahwa indeks pengungkapan berkorelasi positif dg faktor-faktor independen yaitu nilai aset, jumlah pemegang saham dan tingkat profitabilitas emiten.

Sighvi dan Desai (1971) selanjutnya mengembangkan model penelitian Cerf dengan 34 item pengungkapan. Penelitian dilakukan atas pengungkapan dalam laporan tahunan 100 perusahaan yang terdaftar pada NYSE dan 55 perusahaan pada OTC (Schadewitz & Blevins, 1997). Periode pelaporan yang diteliti sama dengan penelitian Cerf yaitu 1 April 1965 sampai dengan 31 Maret 1966. Penelitian menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan berkorelasi positif

dengan ukuran aset, jumlah pemegang saham, *rate return*, *earning* marjin. Pengungkapan akan lebih tinggi dilakukan perusahaan yg sahamnya diperdagangkan pada bursa dibanding pada *over the counter market*. Selain itu penelitian menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan relatif lebih tinggi pada perusahaan yg diaudit kantor akuntan publik besar dibandingkan dengan perusahaan yang laporan keuangannya diaudit oleh kantor akuntan publik kecil. Secara umum harga saham perusahaan dengan tingkat pengungkapan rendah memiliki volatilitas yang lebih tinggi.

Cooke (1992) melakukan penelitian pengungkapan terhadap laporan keuangan 35 perusahaan di Jepang tahun 1988 (Schadewitz & Blevins, 1997). Pengukuran indeks dilakukan terhadap 165 item pengungkapan wajib dan sukarela sesuai dengan IASC, yaitu standar akuntansi yang diterbitkan oleh *Bussiness Accounting Deliberation Council* (BADC) Kementerian Keuangan Jepang. Penggunaan metode pengukuran indeks tanpa pembobotan dilakukan dengan pertimbangan bahwa laporan tahunan disampaikan untuk memenuhi kebutuhan umum pengguna laporan sehingga sulit untuk memungkinkan unsur subyektifitas peneliti dalam menetapkan bobot dari tiap aspek pengungkapan yang dapat mewakili kepentingan seluruh pengguna laporan.

Suripto (1999) dalam Adhariani (2005) melakukan penelitian 33 item pengungkapan sukarela terhadap sampel 68 perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 1995. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan masih rendah, yaitu dengan skor rata-rata 0,30. Rendahnya tingkat pengungkapan di BEI didukung pula oleh hasil penelitian Fitriani (2001) yang mengukur tingkat pengungkapan berdasarkan Peraturan VIII.G.7, terhadap 102 sampel laporan keuangan tahun 1999. Hasil penelitian menunjukkan nilai rata-rata tingkat pengungkapan sebesar 59,85% untuk pengungkapan wajib dan 45,46% untuk pengungkapan sukarela.

Botosan (1997) melakukan pengukuran tingkat pengungkapan dengan menggunakan indeks pengungkapan yang diduga dibutuhkan oleh investor dan analis keuangan dalam pengambilan keputusan investasi. Pengukuran mencakup lima katagori pengungkapan sukarela yaitu: informasi umum (*background information*), ikhtisar kinerja historis (*summary of historical result*), statistik non

keuangan penting, *projected information* serta diskusi dan analisis manajemen. Item pengukuran tersebut disusun berdasarkan rekomendasi hasil studi pelaporan perusahaan oleh *AICPA* (1994), survei *SRI International* tentang kebutuhan informasi investor (1987) dan studi *Canadian Institute of Chartered Accountant* terhadap laporan tahunan (1991). Hasil penelitian menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada skor pengungkapan antara perusahaan yang banyak mendapat perhatian analis, yaitu 33,6, dibandingkan dengan perusahaan yang kurang mendapatkan perhatian analis, yaitu 26,5.

Penelitian tentang pengungkapan tidak hanya mengaitkan luas pengungkapan dengan faktor keuangan namun juga mempertimbangkan karakteristik lain diluar faktor keuangan. Karakteristik suatu perusahaan dapat dilihat dari beberapa faktor, misalnya bidang usaha, pasar, sumber daya ukuran perusahaan, struktur modal, kepemilikan dan faktor lainnya.

Verrechia (2001) mengungkapkan bahwa manajer tidak selalu melakukan pengungkapan penuh. Misalnya mereka akan menunda pengungkapan berita buruk. Verrechia mengasumsikan bahwa pengungkapan yang dibuat adalah berdasarkan kenyataan yang sesungguhnya. Meskipun begitu, ia juga mengasumsikan adanya biaya pengungkapan. Biaya tersebut tidak tergantung dari sifat informasi yang akan diungkapkan. Selama biaya tersebut rendah maka prinsip pengungkapan penuh akan dijalankan oleh manajer.

Lang dan Lundholm (1993) melakukan penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan, dimana faktor tersebut dibagi menjadi tiga katagori yaitu *performance variable*, *structural variable* dan *offer variable*. Secara umum penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan lebih luas pada perusahaan berkinerja baik, perusahaan dengan aset besar, perusahaan dengan korelasi *earnings-return* yang rendah serta pada perusahaan yang melakukan penawaran sekuritas. Lang dan Lundholm (1993) menggunakan korelasi antara *annual return* dan *earnings* sebagai proksi dari asimetri informasi. Sesuai dengan model *adverse selection* korelasi yang rendah mengindikasikan bahwa informasi *earnings* hanya memberikan sedikit informasi tentang nilai perusahaan, sehingga . Dengan kondisi tersebut, manajemen perusahaan yang memiliki korelasi *earnings-return* yang

rendah cenderung untuk melakukan pengungkapan yang lebih luas untuk mengurangi insentif akuisisi dari informasi privat.

Kebijakan pelaporan tidak dapat dilepaskan dari faktor pengawasan terhadap perusahaan. Penelitian atas hubungan antara komposisi dewan komisaris dan luasnya tingkat pengungkapan dilakukan oleh Cheng dan Courtenay (2006). Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara proporsi komisaris independen dengan tingkat pengungkapan sukarela. Perusahaan dengan yang memiliki komposisi anggota independen dalam dewan komisaris akan memiliki tingkat pengungkapan sukarela lebih tinggi dibanding dengan perusahaan dengan yang komposisi anggota dewan komisaris didominasi oleh eksekutif.

Tingkat kelengkapan pengungkapan juga berhubungan dengan ukuran dan kinerja perusahaan. Lang dan Lundholm (1993) membuktikan bahwa tingkat keluasan informasi dalam kebijakan pengungkapan perusahaan akan meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran dan kinerja perusahaan. Perusahaan besar cenderung akan mengungkapkan lebih banyak informasi karena lebih banyaknya permintaan akan informasi perusahaan serta biaya pengungkapan rata-rata akan menurun seiring dengan bertambah besarnya perusahaan. Selain itu perusahaan besar biasanya dimonitor lebih ketat oleh investor dan analis.

Terkait dengan kinerja, manajer perusahaan dengan kinerja yang baik cenderung untuk mengungkapkan lebih banyak informasi dibandingkan dengan perusahaan yang kinerjanya tidak terlalu baik. Penelitian Dye (1998) menunjukkan adanya korelasi positif antara tingkat pengungkapan dengan kinerja perusahaan, dimana tingkat pengungkapan yang diterliti adalah tingkat pengungkapan sukarela.

Untuk pasar modal Indonesia Suripto (1999) melakukan penelitian untuk mengetahui variabel-variabel yang mempengaruhi luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan. Penelitian dilakukan atas 68 sampel laporan tahunan perusahaan tahun 1995. Variabel penelitian mencakup karakteristik keuangan yaitu asset, rasio *leverage*, rasio likuiditas serta digunakan pula variabel dummy untuk membedakan perusahaan asing dan domestik, perusahaan yang telah melakukan pendaftaran sebelum diperkenalkannya paket desember 1987 dan yang

listing setelah itu, perusahaan yang menerbitkan sekuritas pada periode setelah pelaporan atau tidak serta perusahaan yang termasuk dalam kelompok perbankan atau tidak. Penelitian menunjukkan bahwa seluruh variable independen secara bersama-sama mampu menjelaskan variasi tingkat keluasan pengungkapan sukarela. Secara individu pengungkapan sukarela cenderung lebih luas dilakukan oleh perusahaan dengan ukuran aset yang lebih besar dan yang mengeluarkan sekuritas pada tahun setelah tahun pelaporan. Secara umum penelitian tersebut menyimpulkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela pada Bursa Efek Jakarta masih rendah.

2.2 Tingkat Pengembalian Saham

2.2.1 Efisiensi Pasar Modal

Keputusan dari para pelaku pasar didasarkan pada hasil penilaian terhadap informasi yang dimiliki. Kendall (1953) menyatakan bahwa harga saham perusahaan yang diperdagangkan di pasar modal akan bergerak secara acak atau yang lebih dikenal sebagai *random walk* (Bodie, dkk., 2003:341). Berdasarkan konsep ini harga saham di pasar akan bergerak secara acak (*random*) dan tidak dapat diprediksi. Harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga. Dengan demikian harga saham akan bergerak naik atau turun jika terdapat informasi baru. Perubahan harga yang terjadi merupakan keseimbangan dari penyesuaian para investor terhadap informasi yang diterima pasar.

Hubungan antara informasi relevan dan harga saham di bursa dinyatakan sebagai *efficient market hypothesis* (EMH). Konsep EMH didasarkan pada asumsi bahwa pasar sekuritas merupakan pasar bebas dimana keseimbangan terbentuk akibat interaksi antara kekuatan penawaran dan permintaan. Berdasarkan model ini harga ditentukan oleh pengetahuan pembeli atas informasi relevan mengenai suatu produk (Bodie, dkk., 2003).

Pergerakan harga saham secara acak merupakan konsekuensi dari investor yang bersaing untuk menemukan informasi yang relevan yang untuk membeli atau menjual saham sebelum investor lain atau pasar menyadari relevansi informasi tersebut. Fama (1971) dalam Damodaran (2007:113)

mengklasifikasikan tingkatan efisiensi pasar modal dalam tiga jenis, yaitu *weak form efficiency*, *semi strong form efficiency* dan *strong form efficiency*. Bentuk *weak form efficiency* adalah keadaan dimana harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang dapat diperoleh dengan data perdagangan seperti sejarah harga masa lalu, volume perdagangan, atau tingkat suku bunga jangka pendek. *Semi strong form efficiency*, yaitu keadaan dimana harga sekuritas mencerminkan semua informasi publik mengenai prospek suatu perusahaan termasuk catatan harga masa lalu. *Strong form efficiency* adalah keadaan dimana harga sekuritas tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan tetapi juga informasi intern termasuk hasil analisa fundamental perusahaan dan perekonomian.

2.2.2 Penilaian Saham dan Analisis Sekuritas

2.2.2.1 Capital Assets Pricing Model

Capital Asset Pricing Model merupakan salah satu model prediksi keseimbangan *expected return* dari suatu *risky assets* (Bodie, dkk, 2003.). Model yang menghubungkan risiko dan tingkat pengembalian ini masih merupakan model yang paling lama digunakan hingga saat ini oleh para analis sejak pertama kali diperkenalkan oleh Sharpe dan Lintner pada tahun 1960-an (Damodaran, 2007). Tingkat pengembalian yang diharapkan investor adalah tingkat pengembalian portofolio setelah memperhatikan risiko yang terdapat dalam saham yang dinotasikan sebagai beta dan tingkat pengembalian sekuritas bebas risiko (*Risk free return*). Teori ini mempunyai beberapa asumsi yaitu:

- a. Terdapat banyak investor, dengan dana yang kecil dibandingkan total investor, sehingga tindakan seorang investor tidak akan mempengaruhi harga.
- b. Investasi dilakukan dalam *holding period* yang sama untuk semua investor.
- c. Investasi terbatas pada aset keuangan yang diperdagangkan kepada publik, seperti saham dan obligasi, dan pinjaman bebas risiko.
- d. Tidak ada biaya transaksi dan pajak penghasilan atas *return*
- e. Setiap investor memiliki ekspektasi yang sama (*homogeneous*

expectation) terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan, standar deviasi, dan kovarian.

Model penilaian ini berusaha menghubungkan harga saham pada pasar efisien, tingkat risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan atas saham tersebut yang dapat dituliskan dalam suatu persamaan berikut:

$$E(R_{jt}) = R_f(1-\beta) + \beta_j E(R_{mt}) \dots\dots\dots(2.1)$$

Dimana:

$E(R_{jt})$: tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham j pada periode

R_f : tingkat pengembalian sekuritas bebas risiko

$E(R_{mt})$: tingkat pengembalian diharapkan dari portofolio pasar periode t

β_j : tingkat risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, yang dihitung dengan persamaan:

$$\beta_j = \text{Cov}(R_j, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

Model CAPM ini menjelaskan bagaimana harga saham bergantung pada tingkat pengembalian pasar. Selain itu dapat memberi jalan memisahkan realisasi pengembalian saham ke dalam komponen *expected* dan *unexpected*. Versi CAPM yang disebut *market model* menjelaskan maksud ini. Model ini menganggap terdapat adanya hubungan linier antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat pengembalian portofolio pasar dengan persamaan berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \mu_{it} \dots\dots\dots(2.2)$$

Dimana:

R_{it} : tingkat pengembalian saham i pada periode t

R_{mt} : tingkat pengembalian pasar pada periode t

α, β : konstanta dan koefisien regresi persamaan *market model*

μ_{it} : *residual return* saham i pada periode t

Persamaan di atas menunjukkan bahwa besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan tergantung koefisien α dan β , dimana β menunjukkan seberapa jauh tingkat pengembalian saham i tergantung pada pergerakan pasar. *Expected return* diwakili oleh $(\alpha + \beta R_{mt})$ dan *unexpected return* atau *abnormal return* adalah μ_{it} .

Tingkat pengembalian aktual berbeda dari tingkat pengembalian yang diharapkan karena ada faktor-faktor yang unik dari suatu saham yang hanya mempengaruhi tingkat pengembalian saham tersebut. Contoh dari faktor-faktor unik tersebut adalah pengumuman penambahan penggunaan utang, pengumuman pembagian dividen dan pengumuman laba. Tingkat pengembalian *abnormal* mencerminkan pengaruh faktor-faktor unik tersebut dan oleh karenanya tingkat pengembalian *abnormal* adalah relevan untuk mengukur reaksi pasar terhadap diumumkannya suatu informasi seperti pengumuman laba, rencana merger dan akuisisi dan informasi fundamta lainnya. CAPM secara sederhana menyajikan hubungan antara tingkat pengembalian dan risiko dari aset serta hubungan antara tingkat pengembalian aset tersebut dengan tingkat pengembalian aset-aset lainnya.

2.2.2.2 Analisis Sekuritas

Analisis sekuritas merupakan suatu proses pengumpulan informasi, mengorganisir informasi tersebut ke dalam suatu kerangka logis dalam rangka menaksir nilai intrinsik saham untuk dibandingkan dengan harga pasar saham tersebut di bursa (PT BEJ, 1998). Beberapa pedoman dasar yang digunakan investor dalam mengambil tindakan antara lain:

- a. Apabila nilai intrinsik lebih besar dari harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *undervalued* (harga terlalu rendah) dan sebaiknya dibeli atau ditahan.
- b. Apabila nilai intrinsik lebih kecil dari harga pasar saham maka saham tersebut dinilai *overvalued* (harganya terlalu mahal yang seharusnya) dan seharusnya dijual.
- c. Apabila nilai intrinsik sama dengan harga pasar saham maka saham tersebut dinilai wajar dan berada dalam kondisi keseimbangan.

Secara umum pendekatan analisis yang digunakan investor dalam dapat digolongkan dalam dua jenis, yaitu pendekatan analisis fundamental dan pendekatan analisis teknikal.

Analisis fundamental menggunakan informasi *earnings* dan prospek dividen perusahaan, ekspektasi suku bunga, dan evaluasi risiko perusahaan untuk

menentukan harga saham yang tepat. Tujuannya adalah menentukan nilai *present value* dari seluruh penerimaan pemegang saham.

Bodie, dkk (2003) menjelaskan bahwa pendekatan analisis fundamental memperkirakan harga saham dengan mempelajari lebih mendalam kekuatan ekonomi dasar yang mempengaruhi perusahaan dan menentukan perkiraan tingkat pengembalian di masa datang, dividend dan tingkat risiko sekuritas. Analisis fundamental menggunakan data-data fundamental dan faktor-faktor eksternal yang berhubungan dengan perusahaan/ badan usaha tersebut. Proses analisis biasanya dilakukan dengan studi terhadap laba masa lalu dan evaluasi posisi keuangan perusahaan, dilengkapi dengan analisis faktor ekonomi yang lebih rinci, termasuk evaluasi kualitas manajemen, posisi perusahaan dalam industri, dan prospek industri secara keseluruhan. Diharapkan dapat diperoleh informasi mengenai potensi kinerja perusahaan di masa datang yang belum diidentifikasi oleh pasar. Analisis ini cenderung memiliki horizon jangka panjang, karena selain menggunakan data historis (berupa laporan keuangan perusahaan) analisis ini juga menggunakan data masa depan berupa estimasi pertumbuhan perusahaan, estimasi perubahan ekonomi di masa mendatang, dan berbagai jenis estimasi lainnya yang dianggap dapat mempengaruhi kinerja dan kelangsungan usaha. Meskipun menggunakan pendekatan kuantitatif dalam proses analisisnya, banyak variabel ditentukan berdasarkan *judgment*, misalnya tingkat pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Akibatnya, meskipun beberapa orang menggunakan metode analisis fundamental dengan cara yang sama, hasilnya bisa jadi berbeda.

Pendekatan analisis teknikal pada dasarnya dilakukan dengan mencari pola berulang dan dapat diprediksi dalam pergerakan harga saham (Bodie dkk., 2003). Penganut pendekatan analisis teknikal percaya bahwa pergerakan harga saham dan volume perdagangan dapat digunakan untuk memprediksi harga saham di masa datang. Meskipun penganut pendekatan ini mengakui nilai informasi mengenai prospek ekonomi masa depan, namun mereka percaya bahwa informasi tersebut tidak begitu relevan dalam strategi perdagangan yang sukses. Hal ini didasarkan pertimbangan bahwa dalam hal harga saham merespon lambat perubahan faktor fundamental, analisis akan mampu mengidentifikasi tren yang dapat dimanfaatkan selama periode penyesuaian. Para analisis teknikal banyak

menggunakan bagan harga (*price charting*) sebagai alat bantu analisis, sehingga mereka dikenal pula dengan sebutan *chartist*.

2.2.3 Transaksi Saham dalam Perpektif Islam

Sehubungan dengan perkembangan transaksi pasar modal dan tuntutan mengenai petunjuk pelaksanaan prinsip syariah dalam perdagangan efek di bursa, Dewan Syariah Nasional MUI telah mengeluarkan fatwa mengenai penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek, dalam fatwa nomor 80/DSN-MUI/III/2011. Dalam fatwa tersebut diatur antara lain:

1. Transaksi Pelaksanaan Perdagangan Efek harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi, manipulasi, dan tindakan lain yang di dalamnya mengandung unsur dharar, gharar, riba, maisir, risywah, maksiat dan kezhaliman, taghrir, ghisysy, tanajusy/najsy, ihtikar, bai' al-ma'dum, talaqqi al-rukban,
2. Penerapan mekanisme pasar yaitu bahwa Harga Pasar Wajar adalah harga pasar dari Efek Bersifat Ekuitas Sesuai Prinsip Syariah yang sesuai dengan mekanisme pasar yang teratur, wajar dan efisien serta tidak direayasa. Harga pasar wajar tersebut diperoleh melalui mekanisme tawar menawar yang berkesinambungan (*bai' al-musawamah*);
3. Perdagangan Efek di Pasar Reguler Bursa Efek menggunakan akad jual beli (*bai'*), yang sah ketika terjadi kesepakatan pada harga serta jenis dan volume tertentu antara permintaan beli dan penawaran jual.
4. Sehubungan dengan ketentuan penyelesaian transaksi selama 3 hari di bursa efek dalam fatwa ini dijelaskan bahwa pembeli boleh menjual efek setelah akad jual beli dinilai sah walaupun penyelesaian administrasi transaksi pembeliannya (*settlement*) dilaksanakan di kemudian hari. Hal ini didasarkan pada prinsip *qabdh hukmi*.

Berdasarkan fatwa tersebut, pelaksanaan perdagangan efek harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi, manipulasi, dan tindakan lain yang tidak sesuai syariah Islam. Bentuk tindakan yang dilarang antara lain:

1. Tindakan investor yang termasuk dalam kategori *tadlis* yaitu:

- a. *Front Running*, yaitu tindakan anggota bursa yang melakukan transaksi lebih dahulu atas suatu efek tertentu, atas dasar adanya informasi bahwa nasabahnya akan melakukan transaksi dalam volume besar atas efek tersebut yang diperkirakan mempengaruhi harga pasar, tujuannya untuk meraih keuntungan atau mengurangi kerugian.
 - b. Pemberian informasi yang menyesatkan (*misleading information*), yaitu membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga efek di bursa.
2. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *taghrir* yaitu:
- a. *Wash sale* (Perdagangan semu yang tidak mengubah kepemilikan) yaitu transaksi yang terjadi antara pihak pembeli dan penjual yang tidak menimbulkan perubahan kepemilikan dan/atau manfaatnya (*beneficiary of ownership*) atas transaksi saham tersebut. Tujuannya untuk membentuk harga naik, turun atau tetap dengan memberi kesan seolah-olah harga terbentuk melalui transaksi yang berkesan wajar. Selain itu juga untuk memberi kesan bahwa efek tersebut aktif diperdagangkan.
 - b. *Pre-arrange trade* yaitu transaksi yang terjadi melalui pemasangan order beli dan jual pada rentang waktu yang hampir bersamaan yang terjadi karena adanya perjanjian pembeli dan penjual sebelumnya. Tujuannya untuk membentuk harga (naik, turun atau tetap) atau kepentingan lainnya baik di dalam maupun di luar bursa.
3. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Najsy* antara lain:
- a. *Pump and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu efek diawali oleh pergerakan harga uptrend, yang disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Tujuannya adalah menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan.

- b. *Hype and Dump*, yaitu aktivitas transaksi suatu efek yang diawali oleh pergerakan harga uptrend yang disertai dengan adanya informasi positif yang tidak benar, dilebih-lebihkan, *misleading* dan juga disebabkan oleh serangkaian transaksi inisiator beli yang membentuk harga naik hingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi, pihak-pihak yang berkepentingan terhadap kenaikan harga yang telah terjadi, melakukan serangkaian transaksi inisiator jual dengan volume yang signifikan dan dapat mendorong penurunan harga. Pola transaksi tersebut mirip dengan pola transaksi *pump and dump*, yang tujuannya menciptakan kesempatan untuk menjual dengan harga tinggi agar memperoleh keuntungan.
 - c. Transaksi permintaan/penawaran palsu (*creating fake demand/supply*), yaitu adanya 1 (satu) atau lebih pihak tertentu melakukan pemasangan order beli/jual pada level harga terbaik, tetapi jika *order* beli/jual yang dipasang sudah mencapai *best price* maka order tersebut dihapus atau diganti (baik dalam jumlah dan/atau diturunkan *level* harganya) secara berulang kali. Tujuannya untuk memberi kesan kepada pasar seolah-olah terdapat *demand/supply* yang tinggi sehingga pasar terpengaruh untuk membeli/menjual.
4. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Ikhtikar* antara lain:
- a. *Pooling interest*, yaitu aktivitas transaksi atas suatu efek yang terkesan liquid, baik disertai dengan pergerakan harga maupun tidak, pada suatu periode tertentu dan hanya diramaikan sekelompok anggota bursa efek tertentu (dalam pembelian maupun penjualan). Selain itu volume transaksi setiap harinya dalam periode tersebut selalu dalam jumlah yang hampir sama dan/atau dalam kurun periode tertentu aktivitas transaksinya tiba-tiba melonjak secara drastis. Tujuannya menciptakan kesempatan untuk dapat menjual atau mengumpulkan saham atau menjadikan aktivitas saham tertentu dapat dijadikan *benchmark*.
 - b. *Cornering*, yaitu pola transaksi ini terjadi pada saham dengan kepemilikan publik yang sangat terbatas. Terdapat upaya dari pemegang saham mayoritas untuk menciptakan *supply* semu yang menyebabkan harga

menurun pada pagi hari dan menyebabkan investor publik melakukan *short selling*. Kemudian ada upaya pembelian yang dilakukan pemegang saham mayoritas hingga menyebabkan harga meningkat pada sesi sore hari yang menyebabkan pelaku *short sell* mengalami gagal serah atau mengalami kerugian karena harus melakukan pembelian di harga yang lebih mahal.

5. Tindakan-tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghisysy* antara lain:
 - a. *Marking at the close* (pembentukan harga penutupan), yaitu penempatan order jual atau beli yang dilakukan di akhir hari perdagangan yang bertujuan menciptakan harga penutupan sesuai dengan yang diinginkan, baik menyebabkan harga ditutup meningkat, menurun ataupun tetap dibandingkan harga penutupan sebelumnya.
 - b. *Alternate trade*, yaitu transaksi dari sekelompok anggota bursa tertentu dengan peran sebagai pembeli dan penjual secara bergantian serta dilakukan dengan volume yang berkesan wajar. Adapun harga yang diakibatkannya dapat tetap, naik atau turun. Tujuannya untuk memberi kesan bahwa suatu efek aktif diperdagangkan.
6. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Ghabn Fahisy*, antara lain: *insider Trading* (perdagangan orang dalam), yaitu kegiatan ilegal di lingkungan pasar finansial untuk mencari keuntungan yang biasanya dilakukan dengan cara memanfaatkan informasi internal, misalnya rencana-rencana atau keputusan-keputusan perusahaan yang belum dipublikasikan.
7. Tindakan yang termasuk dalam kategori *Bai' al-ma'dum*, antara lain: *Short Selling* (*bai' al-maksyuf*/jual kosong), yaitu suatu cara yang digunakan dalam penjualan saham yang belum dimiliki dengan harga tinggi dengan harapan akan membeli kembali pada saat harga turun.
8. Tindakan yang termasuk dalam kategori riba, antara lain: *margin trading*, yaitu melakukan transaksi atas efek dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga (riba) atas kewajiban penyelesaian pembelian efek;

2.2.4 Informasi Laba dan Tingkat Pengembalian Saham

Ketertarikan investor/calon investor terhadap informasi keuangan sebagai

alat untuk mengambil keputusan ekonomis telah lama diteliti oleh peneliti akuntansi. Menurut Scott (2003), informasi laba dapat berguna jika dapat mengakibatkan investor mengubah keyakinan dan tindakan mereka sebelumnya dan tingkat kegunaan tersebut dapat diukur dari sejauh mana perubahan harga mengikuti publikasi informasi laba. Penelitian Ball dan Brown (1968) merupakan kontributor awal bagi penelitian tentang hubungan antara informasi laba dan tingkat pengembalian saham. Penelitian ini didorong oleh pertanyaan, sejauh apakah kegunaan informasi dalam laporan keuangan berguna bagi investor. Penelitian didasarkan pada tiga asumsi utama yaitu:

1. Investor menggunakan informasi *earning per share* (EPS) dalam mengambil keputusan investasi.
2. Investor memiliki kemampuan untuk melakukan *forecast* atas EPS dengan menggunakan informasi akuntansi.
3. Investor akan bereaksi ketika mengetahui kesalahan dalam *forecast* atas suatu saham, dengan segera menyesuaikan harga pasar saham tersebut..

Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar telah menyerap informasi 80 persen sebelum pengumuman laba dan tingkat pengembalian setelah 3 hingga 6 bulan telah mendekati nol. Hasil ini mendukung hipotesis bahwa informasi laba, *good news* maupun *bad news* memiliki korelasi dengan kenaikan maupun penurunan *cumulative abnormal return*. Ball dan Brown (1968) menyimpulkan bahwa informasi laba akuntansi memiliki kandungan informasi.

Selain perubahan harga, reaksi investor atas informasi publik ditunjukkan dengan volume perdagangan saham. Penelitian Kim dan Verrecchia (1991) menunjukkan adanya kandungan informasi pada publikasi informasi oleh emiten. Hal ini ditunjukkan bahwa volume perdagangan berbanding lurus dengan perubahan harga dan perbedaan presisi informasi di kalangan investor. Perbedaan reaksi diantara para pelaku pasar disebabkan perbedaan presisi informasi privat yang dimiliki sebelumnya. Publikasi informasi tersebut relatif lebih penting bagi investor dengan informasi privat yang kurang presisi, dan tentunya berdampak lebih besar bagi pembentukan keyakinan mereka.

Kandungan informasi publik diterjemahkan oleh investor sebagai *good news* dan *bad news*. Jenis informasi ini akan mempengaruhi ketepatan waktu

publikasi informasi tersebut kepada publik. Berkaitan dengan ketepatan waktu publikasi laporan tahunan dan reaksi pasar terhadap hal tersebut, penelitian Chambers dan Penman (1984) menunjukkan bahwa jangka waktu pelaporan keuangan emiten cenderung tetap dan dapat diprediksi. Terdapat hubungan terbalik antara ukuran perusahaan dengan jangka waktu pelaporan. Dampak atas pengumuman laba akan lebih besar pada perusahaan kecil dibandingkan pada perusahaan besar, demikian pula publikasi yang dilakukan lebih awal memiliki dampak pada harga saham yang lebih besar serta cenderung mengandung informasi good news sedangkan pelaporan yang dilakukan terlambat dari waktu yang diestimasi akan direspon oleh pasar sebagai sinyal adanya *bad news* sehingga dalam kasus ini pasar telah melakukan penyesuaian harga saham.

2.3 Studi Luas Pengungkapan dan Tingkat Pengembalian Saham

Menurut Lev (1989), laba diyakini sebagai informasi utama yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan (Sayekti & Wondabio, 2007:5). Seberapa besar pengaruh informasi laba tersebut terhadap para pengguna laporan merupakan hal menarik bagi peneliti, praktisi dan pembuat kebijakan. Untuk mengukur reaksi pasar terhadap informasi laba digunakan *Earning Response Coefficient* (ERC) sebagai proksi kualitas laba. ERC mengukur tingkat *abnormal return* saham perusahaan sebagai dampak dari komponen yang tidak terduga dari earning yang dilaporkan oleh perusahaan yang bersangkutan (Scott, 2003).

Menurut Foster (1986) terdapat tiga faktor yang mempengaruhi kandungan informasi dari suatu pengumuman informasi perusahaan. Pertama, ekspektasi pasar terhadap kandungan informasi dan waktu publikasi dari informasi tersebut. Sejalan dengan peningkatan ketidakpastian, maka semakin besar pula potensi terjadinya revisi terhadap harga-harga sekuritas. Hal kedua adalah implikasi dari pengumuman laba terhadap distribusi tingkat pengembalian sekuritas di masa datang. Semakin besar revisi yang berhubungan dengan aliran kas yang diharapkan, semakin besar pula implikasi revaluasi harga sekuritas terhadap pengumuman tersebut. Terakhir adalah, kredibilitas sumber informasi. Semakin kredibel suatu sumber pengumuman informasi, semakin besar pula implikasi

revaluasi terhadap pengumuman informasi tersebut (Telaumbanua & Sumiyana 2008: 7).

Respon pasar terhadap informasi laba dipengaruhi antara lain oleh persistensi laba, nilai beta, struktur modal, *growth opportunities* dan keinformatifan harga saham (Scott, 2003). ERC akan berkorelasi positif dengan persistensi laba, kualitas laba dan *growth opportunities*. Sebaliknya ERC berkorelasi negatif dengan beta, sebagai proksi dari risiko. Demikian pula halnya dengan tingkat *levered* perusahaan. Keinformatifan harga pasar saham akan berpengaruh terhadap ERC. Biasanya hal ini diproksi dengan ukuran perusahaan. Semakin besar perusahaan biasanya diikuti dengan semakin banyak informasi publik yang tersedia, yang mengakibatkan kandungan laba akuntansi semakin berkurang.

Gelb dan Zarowin (2000) melakukan penelitian terhadap hubungan antara luas pengungkapan sukarela dan keinformatifan (*informativeness*) harga saham. Hipotesis yang diajukan adalah bahwa pengungkapan yang lebih luas terkait dengan keinformatifan harga saham yang semakin tinggi, dimana hal ini diukur dengan *future* ERC. Luas pengungkapan diukur berdasarkan pemeringkatan yang dilakukan oleh AIMR-FAF (*Association for Investment Management Research-Financial Analysts Federation*). Hasil penelitian menunjukkan konfirmasi atas hipotesis yang diajukan, yaitu bahwa perusahaan dengan luas pengungkapan yang lebih tinggi secara signifikan memiliki *future* ERC yang lebih besar daripada perusahaan dengan tingkat luas pengungkapan yang rendah. Penelitian ini memberikan gambaran umum bahwa peningkatan transparansi memberikan manfaat bagi pasar modal dimana pengungkapan yang lebih luas akan meningkatkan keinformatifan harga saham mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dimasa datang.

Widiastuti (2002) menggunakan model ERC untuk menguji perbedaan ERC terhadap pengumuman laba dengan didasarkan pada premis bahwa keinformatifan informasi *earnings* akan semakin besar pada kondisi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan di masa depan. Berdasarkan konsep ini diprediksi luas pengungkapan sukarela berhubungan negatif dengan ERC. Luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan perusahaan digunakan

sebagai proksi dari ketidakpastian tentang prospek perusahaan dimasa datang. Pengungkapan yang lebih luas dalam laporan tahunan diharapkan dapat memberikan gambaran tentang prospek perusahaan dimasa datang yang lebih akurat, sehingga kandungan informasi pengumuman laba menjadi berkurang. Berdasarkan fungsi substitusi antara luas pengungkapan sukarela terhadap informasi laba, Widiastuti (2002) merumuskan hipotesis bahwa luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *current* ERC. Hasil pengujian menunjukkan hal yang sebaliknya, yaitu bahwa luas pengungkapan sukarela memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *current* ERC.

Francis, Khurana dan Pereira (2003) melakukan penelitian mengenai hubungan antara luas pengungkapan dengan pembiayaan perusahaan.. Penelitian dilakukan pada 856 sampel dari 34 negara dengan mengontrol perbedaan dalam sistem hukum dan keuangan serta karakteristik perusahaan yaitu ukuran dan kinerja. Penelitian menyimpulkan bahwa ketergantungan terhadap sumber pembiayaan eksternal menciptakan insentif bagi perusahaan untuk memperluas tingkat pengungkapan sukarela. Penelitian atas 18 sektor industri tersebut mendokumentasikan pula bahwa untuk industri yang secara umum bergantung pada sumber pembiayaan eksternal memiliki rata-rata tingkat pengungkapan sukarela yang lebih tinggi. Variabel *leverage* digunakan sebagai proksi atas risiko *default risk* yang dihadapi perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi penggunaan hutang yang semakin besar dalam struktur modalnya. Dengan demikian jika terjadi peningkatan laba maka yang diuntungkan adalah *debtholders*, sehingga semakin baik kondisi laba perusahaan maka semakin negatif respon pemegang saham, karena pemegang saham beranggapan bahwa laba tersebut lebih banyak menguntungkan kreditur. Penelitian Dhaliwal dan Reynolds (1994) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *earnings response coefficient*.

Meningkatnya kesadaran dan tuntutan terhadap tanggungjawab industri terhadap lingkungan hidup, mendorong Plumlee, Brown dan Marshall (2008) melakukan penelitian tentang dampak dari kualitas pengungkapan sukarela tentang lingkungan. Penelitian dilakukan untuk menjelaskan korelasi antara

kualitas pengungkapan dengan komponen nilai perusahaan dalam hal ini *cost of capital* dan *expected cash flows*. Untuk mengukur variasi dalam pengungkapan aspek lingkungan digunakan *innovatif index*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa untuk sektor industri yang sensitif terhadap isu lingkungan dan sektor kelistrikan, luas pengungkapan memiliki hubungan negatif dengan *cost of capital*. Semakin luas pengungkapan tentang lingkungan yang dilakukan akan menurunkan *cost of capital* perusahaan. Namun secara umum untuk industri yang tidak sensitif terhadap isu tentang lingkungan justru menunjukkan hubungan positif.

Berkaitan dengan tanggungjawab sosial perusahaan, Sayekti dan Wondabio (2007) melakukan penelitian terhadap pengaruh dari pengungkapan aspek *corporate social responsibility* terhadap ERC untuk perusahaan pada Bursa Efek Jakarta. Pengukuran atas indeks pengungkapan dilakukan terhadap 63 sampai 78 item pengungkapan mengenai lingkungan, energi, tenaga kerja, produk dan keterlibatan masyarakat. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan CSR dalam laporan tahunan memiliki pengaruh negatif terhadap nilai ERC. Hal ini mengindikasikan bahwa investor mengapresiasi informasi CSR yang diungkapkan dalam laporan tahunan.

3. METODE PENELITIAN

Pada bagian ini akan dipaparkan hal yang berkaitan dengan langkah-langkah sistematis yang akan digunakan dalam menjawab pertanyaan penelitian. Untuk mencapai maksud tersebut, perlu dirumuskan metodologi penelitian secara cermat dan hati-hati. Pengembangan metode penelitian mencakup pengumpulan data penelitian, penjelasan objek penelitian dan variabel penelitian serta metode analisis data dan pengujian hipotesis. Untuk memudahkan pengolahan data, tesis ini menggunakan bantuan *software* SPSS versi 16, Eviews versi 3 dan Microsoft Excel.

3.1 Perumusan Hipotesis

Penelitian ini merupakan bentuk penelitian hypothesis testing atau pengujian hipotesis. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak luas pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan terhadap harga saham yang termasuk dalam daftar efek syariah serta meneliti pola hubungan antara luas pengungkapan dalam mempengaruhi keinformatifan informasi laba dalam menentukan tingkat *cumulative abnormal return* saham kelompok efek syariah. Perumusan hipotesis dilakukan berdasarkan kajian teoritis dan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang relevan.

3.1.1 Jenis industri dan tingkat keluasan pengungkapan

Berdasarkan *political cost theory* tingkat keluasan pengungkapan akan dipengaruhi oleh jenis industri. Industri dengan political cost yang tinggi seperti industri yang terkait dengan regulasi yang ketat dan pengaturan pengelolaan lingkungan cenderung akan melakukan pengungkapan yang lebih luas. Industri *high-profile* cenderung akan melakukan pengungkapan yang lebih luas, terutama dalam aspek pengungkapan sosial dibandingkan industri *low-profile*. Berdasarkan hal tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Terdapat perbedaan tingkat keluasan pengungkapan antara perusahaan *high-profile* dengan perusahaan *low-profile*.

Merujuk pada hasil penelitian Roberts (1992), Dierkes dan Preston (1977) sebagaimana dijelaskan oleh Hackston dan Milne (1996), penelitian ini mengelompokkan perusahaan dalam industri pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, otomotif dan industri farmasi ke dalam kelompok perusahaan *high-profile*.

3.1.2 Faktor yang mempengaruhi tingkat keluasan pengungkapan

Pengungkapan dalam laporan tahunan dipengaruhi oleh beberapa faktor baik bersifat kuantitatif maupun kualitatif. Ukuran perusahaan akan mempengaruhi luasnya stakeholders yang terkait dengan perusahaan dan meningkatnya potensi perusahaan menghadapi tuntutan. Potensi tuntutan tersebut akan meningkatkan *political cost* perusahaan. Berdasarkan *political cost theory* pengungkapan yang lebih luas akan dilakukan dalam rangka mengurangi *political cost* tersebut. Variasi tingkat pengungkapan akan dipengaruhi oleh sensitivitas dari satu industri terhadap *political cost* (Craig & Diga, 1998). Perusahaan yang lebih sensitif akan dipaksa untuk memberikan informasi lebih luas dibandingkan perusahaan pada industri lain. Pengungkapan yang lebih luas akan dilakukan oleh perusahaan pada industri tertentu yang diatur dan diawasi secara ketat oleh pemerintah. Berdasarkan sudut pandang *stakeholders theory*, pengungkapan yang lebih tinggi akan dilakukan oleh perusahaan besar untuk memenuhi kebutuhan stakeholders yang lebih luas.

Pengungkapan dalam laporan tahunan merupakan salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan para pemegang saham. Semakin luasnya kepemilikan saham oleh publik akan meningkatkan tuntutan kepada perusahaan untuk mengungkapkan informasi lebih banyak.

Dalam rangka pertanggungjawaban pengelolaan perusahaan dan pelaksanaan prinsip akuntabilitas, laporan keuangan perusahaan diaudit oleh auditor independen. Selain memberikan opini atas laporan keuangan, auditor memberikan dapat masukan kepada manajemen dalam rangka peningkatan *disclosure* kepada para *stakeholders*. Berdasarkan hubungan ini diyakini terdapat hubungan antara kualitas auditor dengan keluasan pengungkapan. Amalia (2005) menjelaskan bahwa penelitian Singhvi dan Desai (1971) menunjukkan kualitas auditor independen berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat keluasan

pengungkapan. Hasil ini diperkuat oleh penelitian Teoh dan Wong (1993) sebagaimana dijelaskan Murwaningsari (2008) bahwa pasar merespon secara berbeda terhadap kualitas auditor, yang diproksikan dengan auditor *big 5* dan non *big 5*.

Kreditur sebagai salah satu *stakeholders* perusahaan, berkepentingan terhadap resiko *default* dari dana yang diinvestasikan. Peningkatan proporsi hutang dalam struktur permodalan perusahaan akan menaikkan *agency cost*, dan menuntut perusahaan untuk melakukan pengungkapan yang lebih luas untuk memenuhi kebutuhan informasi bagi para krediturnya (Suripto, 1999). Hasil penelitian Francis, Khurana dan Pereira (2003), dan Suripto (1999), menunjukkan bahwa tingkat *leverage* secara signifikan berpengaruh terhadap tingkat keluasan pengungkapan perusahaan.

Berdasarkan kajian teoritis dan hasil penelitian sebelumnya, dirumuskan hipotesis mengenai hubungan antara ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham oleh publik, kualitas auditor dan tingkat *leverage* dengan tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan, sebagai berikut:

Hipotesis 2 : ukuran perusahaan berhubungan positif dengan tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan perusahaan dalam daftar efek syariah.

Hipotesis 3 : proporsi kepemilikan saham publik berhubungan positif dengan tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan perusahaan dalam daftar efek syariah

Hipotesis 4 : Reputasi auditor berhubungan positif dengan tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan perusahaan dalam daftar efek syariah.

Hipotesis 5 : Tingkat *leverage* berhubungan positif dengan tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan perusahaan dalam daftar efek syariah

3.1.2 Keluasan pengungkapan dan tingkat pengembalian saham

Sesuai dengan teori EMH, harga sekuritas akan mencerminkan semua informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga. Pergerakan harga

terjadi jika terdapat informasi yang dianggap pasar sebagai informasi baru. Berdasarkan pendekatan fundamental, harga saham mencerminkan kekuatan ekonomi fundamental yang mempengaruhi perusahaan dan menentukan tingkat return di masa datang, dividen dan risiko sekuritas. Sebaliknya berdasarkan pendekatan analisis teknikal dipercaya bahwa pergerakan harga saham dan volume perdagangan dapat digunakan untuk memprediksi harga di masa datang. Kedua pendekatan analisis merupakan instrumen bagi investor dalam berinvestasi di pasar modal. Investor rasional akan melakukan analisis risiko dan *expected return* terhadap tiap alternatif investasi yang ada berdasarkan informasi yang relevan yang tersedia.

Laporan tahunan merupakan salah satu instrumen komunikasi perusahaan kepada investor yang bermanfaat bagi keperluan analisis investor dalam menilai saham perusahaan.

Perkembangan investasi berbasis syariah telah diakomodasi oleh oleh regulator dan pengelola pasar modal, antara lain dengan pengaturan tentang efek berbasis syariah dan penyediaan Jakarta Islamic Index. Bapepam-LK menerbitkan Daftar Efek Syariah, untuk memberikan panduan bagi pihak yang berinvestasi pada portofolio Efek Syariah.

Pengelompokan ini memungkinkan adanya segmentasi investor yang berbasis syariah. Kondisi tersebut seharusnya mendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan yang dapat mengakomodasi keperluan informasi untuk segmen investor tersebut, sebab sesuai dengan prinsip syariah pengungkapan yang lebih luas sangat terkait dengan prinsip transparansi dan akuntabilitas yang merupakan aspek fundamental dalam kegiatan muamalah. Berdasarkan hal tersebut diyakini investor berbasis syariah akan mengapresiasi pengungkapan yang lebih luas.

Penelitian terhadap luas pengungkapan menunjukkan bahwa peningkatan luas pengungkapan akan menurunkan *cost of equity capital* yang akan berimplikasi pada kenaikan harga saham, sehingga meningkatkan potensi *return* bagi para investor (Botosan, 1997) dan (Botosan & Plumlee, 2000). Pengungkapan yang lebih luas akan berdampak pada peningkatan efisiensi harga dan efisiensi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Fishman & Hagerty, 1989).

Peningkatan pengungkapan akan meningkatkan kualitas *forecast* dan mendorong efisiensi pasar (Lang & Lundholm, 1996).

Perusahaan publik memiliki kewajiban untuk menyampaikan laporan keuangan secara terbuka kepada publik. Menurut Lev (1989), informasi laba diyakini sebagai informasi utama yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan (Sayekti & Wondabio, 2007). Kebutuhan akan informasi laporan keuangan dipengaruhi oleh dua hal, yaitu perannya dalam merevisi *belief* tentang ketidakpastian dan ketersediaan informasi lain (Adhariani, 2005). Menurut Foster (1986) pengungkapan selain informasi dalam laporan keuangan dapat mempengaruhi kegunaan informasi laporan keuangan (Widiastuti, 2002). Penelitian tentang *Earnings Response Coefficient* dikembangkan oleh para peneliti untuk mengukur kualitas kandungan informasi dalam laba. Model pengukuran ERC yang didasarkan pada informasi ekonomi sebagaimana dikembangkan oleh Holthausen & Verrecchia (1988), menunjukkan bahwa kekuatan respon investor terhadap sinyal informasi laba (ERC) merupakan fungsi dari ketidakpastian di masa mendatang (Murwaningsari, 2008). Semakin tinggi ketidakpastian maka semakin tinggi relevansi informasi laba. Pengungkapan yang lebih luas diprediksi akan menurunkan relevansi informasi laba sebagaimana ditunjukkan dalam ERC.

Penelitian di Bursa Efek Indonesia menemukan hasil yang tidak sama mengenai pola hubungan antara luas pengungkapan dengan informasi laba. Penelitian Adhariani (2005) menunjukkan bahwa luas pengungkapan sukarela berhubungan positif dengan *earning response coefficient*. Hal yang berbeda ditemukan oleh Sayekti dan Wondabio (2007) yang menunjukkan bahwa luas pengungkapan aktifitas CSR berhubungan negatif dengan *earning response coefficient*.

Berdasarkan kajian teoritis dan hasil penelitian sebelumnya, penelitian ini diarahkan bukan untuk menguji hubungan antara kedua variabel independen tersebut, namun untuk menganalisis pengaruh kedua variabel tersebut terhadap tingkat pengembalian saham. Untuk keperluan tersebut diajukan hipotesis mengenai hubungan tingkat pengungkapan, informasi laba dan tingkat saham sebagai berikut:

Hipotesis 6 : Tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham syariah.

Hipotesis 7 : Tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan berhubungan negatif dengan *earnings response coefficient*.

3.2 Perumusan Model Penelitian

Penelitian merupakan penelitian dengan metode kuantitatif yang akan meneliti pengaruh variabel luas pengungkapan dan informasi laba terhadap tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah. Penelitian ini dilakukan untuk menguji bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara langsung, tidak langsung, maupun secara total.

Untuk menguji hipotesis pertama mengenai perbedaan luas pengungkapan antara perusahaan kelompok industri pertanian, pertambangan dan industri dasar & kimia dengan kelompok perusahaan lainnya, dilakukan dengan menerapkan uji beda rata-rata dua sampel independen.

Sedangkan pengujian untuk hipotesis lainnya, digunakan alat uji analisa regresi berganda dengan model interaksi dengan metode *ordinary least square* (OLS). Untuk menguji hipotesis kedua sampai dengan kelima, mengenai hubungan antara luas pengungkapan dalam laporan tahunan dengan ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, reputasi auditor dan tingkat leverage, digunakan model sebagai berikut:

$$DISC_i = \beta_0 + \beta_1 ASET_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 AUD_i + \beta_4 LEV_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3.1)$$

Keterangan:

- DISC_i : Luas pengungkapan dalam laporan tahunan 2009 perusahaan.
- ASET_i : Ukuran perusahaan;
- PUB_i : Proporsi kepemilikan saham publik
- AUD_i : Kualitas Auditor laporan keuangan perusahaan
- LEV_i : Tingkat leverage perusahaan

Sedangkan untuk menguji hipotesis keenam mengenai dampak luas pengungkapan terhadap tingkat pengembalian saham dan hipotesis ketujuh mengenai hubungan interaksi antara variabel luas pengungkapan dan *earnings*

response coefficient, digunakan model regresi dengan variabel *moderating*. Analisis atas variabel moderating dapat menggunakan regresi berganda dengan model interaksi, namun model interaksi sangat rentan untuk memiliki masalah multikolinieritas. Hal ini antara lain ditunjukkan dalam penelitian Sayekti & Wondabio (2007) yang menghasilkan model dengan multikolinieritas pada variabel utama penelitian. Untuk menghindari permasalahan tersebut penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda dengan pendekatan *absolut residual* terhadap variabel *moderating* setelah terlebih dahulu dilakukan standarisasi nilai terhadap variabel yang akan diuji interaksinya. Model penelitian dirumuskan sebagai berikut:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_i + \beta_2 DISC_i + \beta_3 |UE_i - DISC_i| + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3.2)$$

Keterangan:

- CAR_i : *cumulative abnormal return* saham syariah periode April 2010–Maret 2011
- UE_i : *Unexpected earnings* 2009 perusahaan dalam daftar efek syariah
- $DISC_i$: Luas pengungkapan dalam laporan tahunan 2009 perusahaan
- $|UE_i - DISC_i|$: Interaksi antara informasi laba dan luas pengungkapan

3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian

3.3.1 Variabel Dependen

Penelitian ini mengajukan dua model regresi untuk menguji hipotesis yang diajukan mengenai faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan dan dampak dari luas pengungkapan terhadap tingkat pengembalian saham. Dalam model pertama luas pengungkapan merupakan variabel dependen. Sedangkan pada model kedua luas pengungkapan akan menjadi salah satu variabel independen dalam menjelaskan variabilitas tingkat pengembalian saham.

a. Luas pengungkapan dalam laporan tahunan

Pengukuran luas pengungkapan dalam laporan tahunan menggunakan pendekatan *content analysis*. Lindenmann (1983) sebagaimana dikutip Sayekti dan Wondabio (2007) menjelaskan tentang *content analysis* sebagai berikut:

“A means for taking messages that are conveyed as part of the communication process, coding and classifying them as precisely and

objectively as possible and then summarizing and explaining them quantitatively.”

Berdasarkan metode tersebut informasi yang disajikan dalam laporan tahunan akan dikuantifikasi secara obyektif berdasarkan kriteria informasi apa yang diharapkan tersedia dalam laporan tahunan untuk dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi. Luas pengungkapan akan diukur dengan menggunakan indeks pengungkapan yang merupakan perbandingan antara skor pengungkapan perusahaan dengan skor pengungkapan maksimum yang seharusnya dapat dicapai perusahaan. Pengukuran skor dilakukan dengan metode dikotomi, dimana untuk item yang diungkapkan akan diberikan nilai 1 dan jika tidak diungkap diberikan nilai 0.

Pemilihan item pengungkapan yang menjadi acuan pengukuran tingkat keluasan pengungkapan mencakup aspek keuangan dan kinerja operasi perusahaan, pengelolaan sumber daya yang governance dan tanggung jawab sosial perusahaan. Item pengungkapan tersebut dikembangkan mengacu pada item pengungkapan yang dirumuskan Botosan (1997), Adhariani (2005), Haniffa & Hudaib (2004) serta Sayekti & Wondabio (2007). Daftar pengungkapan untuk aspek kinerja keuangan dan operasi sebagian besar mengacu pada daftar yang dikembangkan oleh Botosan (1997) dan Adhariani (2005). Sedangkan penggunaan beberapa item pengungkapan sebagaimana penelitian Haniffa (2004) & Hudaib dan Sayekti & Wondabio (2007) dilakukan untuk mengukur penerapan *good corporate governance* dan pertanggungjawaban sosial perusahaan.

Selain itu dimasukkan pula dalam perhitungan pengukuran terhadap pengungkapan langkah-langkah dan rencana perusahaan berkaitan dengan krisis keuangan global yang telah berlangsung sejak tahun 2007. Daftar *item* pengungkapan mencakup pula pengungkapan yang termasuk dalam pengungkapan wajib (*mandatory*). Hal ini dimaksudkan untuk mendapatkan gambaran tentang kepatuhan emiten terhadap ketentuan tentang pengungkapan dalam laporan tahunan.

Daftar item evaluasi tingkat pengungkapan dikelompokkan dalam 8 (delapan) aspek pengungkapan yaitu: informasi umum mengenai perusahaan yang terdiri dari 4 item, informasi historis mengenai kinerja operasional dan keuangan

perusahaan yang terdiri dari 7 item pengukuran, diskusi manajemen mengenai hasil operasi dan proyeksi bisnis sebanyak 13 item, pengungkapan mengenai implementasi *good governance* yaitu 5 item, pengungkapan mengenai produk perusahaan sebanyak 5 item, pengungkapan mengenai pengelolaan tenaga kerja sebanyak 8 item, pengungkapan mengenai aktifitas pelesatarian lingkungan sebanyak 5 item dan penjelasan tentang aktifitas pengembangan masyarakat yang terdiri dari 5 item.

Perhitungan indeks pengungkapan dilakukan dengan menjumlahkan total skor pengungkapan tiap perusahaan dibagi dengan skor maksimal yang dapat diperoleh jika pengungkapan dilakukan seluruhnya. Daftar *item* pengungkapan yang digunakan dalam penelitian, disajikan dalam Lampiran 1.

b. Tingkat Pengembalian Saham

Sebagaimana penelitian *event study* lainnya variabel dependen dalam penelitian ini adalah return saham. Tingkat return ini diukur dengan *cumulative abnormal return*. Perhitungan abnormal return dilakukan dengan *market-adjusted model*. Hal ini dilakukan merujuk pada Jones (1999) sebagaimana dijelaskan Murwaningsari (2008) bahwa estimasi tingkat pengembalian sekuritas terbaik adalah tingkat pengembalian pasar pada periode yang sama.

Penentuan *holding period* untuk mengukur *cummulative abnormal return* (CAR) saham perusahaan merupakan hal yang penting. Sayekti & Wondabio (2007) mengungkapkan bahwa menurut Lev (1989), penggunaan *window* yang terlalu pendek mengakibatkan ukuran CAR tidak dapat menangkap reaksi pasar yang mungkin terjadi di luar *window* tersebut, terutama yang disebabkan oleh reaksi investor yang lambat, sebaliknya, jangka waktu yang terlalu panjang dapat memberikan pengukuran yang bias mengenai kontribusi informasi yang diungkapkan oleh perusahaan. Namun demikian belum terdapat kajian teoritis yang kuat yang menjadi dasar penentuan *optimal window* (Sayekti & Wondabio, 2007). Sebagaimana halnya penelitian Adhariani (2005), penelitian ini menggunakan *holding period* 12 bulan sejak April 2010 hingga Maret 2011. Hal ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa investor pada saham syariah diyakini tidak mengharapkan pengembalian saham dari tingkat pengembalian harian,

namun memiliki motivasi untuk berinvestasi pada saham perusahaan untuk memperoleh dividen dan *capital gain* dari peningkatan value perusahaan berdasarkan hasil usaha dan penguatan fundamental perusahaan. Diharapkan dalam interval tersebut dimungkinkan bagi investor untuk menilai rencana-rencana manajemen sebagaimana disampaikan pada laporan tahunan untuk merevisi *forecast* yang sebelumnya telah dibuat dalam rangka pengambilan keputusan investasi.

Pengukuran dan perhitungan variabel dependen *cummulative abnormal return*, dilakukan sebagai berikut :

$$CAR_i = \sum_{t=1}^{12} AR_{it} \dots\dots\dots(3.3)$$

Keterangan:

CAR_i : *cummulative abnormal return* saham syariah *i* periode April 2010–Maret 2011

AR_{it} : *abnormal return* saham *i* pada bulan *t*. Perhitungan variabel ini dilakukan dengan mengurangi tingkat pengembalian saham berdasarkan indeks harga saham individual dengan tingkat pengembalian pasar berdasarkan indeks harga saham gabungan.

3.3.2 Variabel Independen

a. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan dinyatakan dengan jumlah total aset perusahaan berdasarkan laporan keuangan tanggal 31 Desember 2009. Variabel ukuran perusahaan dihitung sebagai logaritma natural dari total aset perusahaan berikut:

b. Proporsi kepemilikan saham publik (PUB)

Dalam penelitian ini, variabel struktur kepemilikan saham publik diukur berdasarkan rasio saham yang dimiliki oleh masyarakat (publik) terhadap total saham perusahaan.

c. Kualitas auditor laporan keuangan (AUD)

Variabel kualitas auditor dimasukkan untuk melihat pengaruh kualitas reputasi auditor yang termasuk dalam katagori *the big four* (Ernst&Young, Price Waterhouse and Coopers, KPMG, Deloitte) dan *non-the big four* dalam

mempengaruhi luas pengungkapan laporan tahunan. Variabel ini merupakan variabel *dummy*. Perusahaan yang diaudit oleh kantor akuntan publik *the big four* dicatat dengan 1 sedangkan yang tidak dicatat 0.

d. Tingkat *leverage* (LEV)

Pengukuran variabel *leverage* dinyatakan sebagai perbandingan/rasio total hutang perusahaan dengan nilai ekuitas perusahaan. Perhitungan dilakukan berdasarkan data laporan keuangan perusahaan audited tahun 2009. Variabel ini diprediksi akan memiliki hubungan positif dengan tingkat keluasan pengungkapan.

e. Unexpected earnings

Unexpected earnings digunakan sebagai proksi informasi laba, merupakan selisih antara laba akuntansi yang direalisasikan dalam tahun buku tertentu, dengan laba akuntansi yang diprediksi pasar untuk tahun buku tersebut. Perhitungan variabel independen *unexpected earnings* dilakukan dengan menggunakan model *random walk* sesuai dengan Chandrarin (2001) dalam Rahmawati (2005). Perhitungan *unexpected earnings* dilakukan dengan menggunakan laba operasi dengan rumus berikut:

$$UE_{it} = \frac{E_{it} - E_{it-1}}{|E_{it-1}|} \dots\dots\dots(3.3)$$

Keterangan:

UE_{it} : *unexpected earnings* perusahaan pada tahun 2009;

E_{it} : *earnings* perusahaan *i* pada akhir tahun 2009;

E_{it-1} : *earnings* perusahaan *i* pada akhir tahun 2008;

3.3.3 Variabel Kontrol

Untuk melihat konsistensi hasil pengujian untuk pengujian atas hipotesis kedua, maka perlu digunakan variabel kontrol yang diduga mempengaruhi pula hubungan antara informasi laba dan *return* saham. Penelitian ini menggunakan variabel kontrol rasio *market to book value* yang mewakili tingkat pertumbuhan perusahaan atau *growth opportunities* (GR). Hal ini dilakukan karena, beberapa variabel lainnya yaitu ukuran perusahaan, kualitas auditor, proporsi kepemilikan publik dan tingkat *leverage* telah diperhitungkan dalam pengukuran tingkat

keluasan pengungkapan. Variabel ini diprediksi akan memiliki hubungan positif dengan nilai *earnings response coefficient*. Setelah memperhitungkan variabel kontrol pada persamaan 3.2, model pengujian dirumuskan menjadi :

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_i + \beta_2 DISC_i + \beta_3 GR_i + \beta_4 |UE_i - DISC_i| + \beta_5 |UE_i - GR_i| + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Keterangan:

CAR_i : *cumulative abnormal return* saham syariah periode April 2010–Maret 2011

UE_i : *Unexpected earnings* 2009 perusahaan dalam daftar efek syariah

$DISC_i$: Luas pengungkapan dalam laporan tahunan 2009 perusahaan

GR_i : Tingkat pertumbuhan

$|UE_i - DISC_i|$: Interaksi antara informasi laba dan luas pengungkapan

$|UE_i - GR_i|$: Interaksi antara informasi laba dan tingkat pertumbuhan

3.4 Data dan Sampel Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang mencakup data laporan keuangan, laporan tahunan emiten, data harga saham, indeks harga saham gabungan dan data lain yang relevan. Data tersebut diperoleh melalui berbagai sumber seperti Pusat Referensi Pasar Modal, situs dan publikasi dari oleh Bursa Efek Indonesia, publikasi pada situs emiten serta situs yang menyediakan informasi bursa dunia seperti *bloomberg* dan *yahoo finance*.

Unit analisis dalam penelitian adalah perusahaan emiten dimana populasinya adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 30 Juni 2010 yang sahamnya termasuk dalam Daftar Efek Syariah berdasarkan Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan nomor KEP-208/BL/2010. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, artinya sampel sengaja dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu agar dapat mewakili populasi. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

- a. Memiliki periode tahun buku yang berakhir 31 Desember;
- b. Saham perusahaan aktif diperdagangkan selama periode penelitian.
- c. Perusahaan telah mencatatkan sahamnya sebelum tahun 2009;

- d. Memiliki data lengkap yang digunakan sebagai variabel dalam penelitian ini dan secara konsisten dilaporkan dalam publikasi Bursa Efek Indonesia seperti publikasi dalam statistik pasar modal dan tersedia dalam Pusat Referensi pasar Modal.

Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 72 perusahaan sebagai sampel penelitian. Ikhtisar penentuan sampel penelitian disajikan dalam Tabel 3.1. dan Tabel 3.2. Rincian mengenai data perusahaan yang menjadi sampel penelitian disajikan dalam Lampiran 2.

Tabel 3.1: Penentuan Sampel Penelitian

Penjelasan	Jumlah
Jumlah perusahaan kelompok efek syariah (saham) per 30 Juni 2010	194
Perusahaan yang baru terdaftar sebagai emiten pada tahun 2009	11
Tidak memenuhi kriteria saham yang aktif diperdagangkan	99
Perusahaan yang tidak memiliki data variabel penelitian yang lengkap	27
Sampel penelitian	72

Tabel 3.2 : Ikhtisar Distribusi Bidang Usaha Perusahaan Sampel

No	Bidang Usaha/Industri	Jumlah
1	Pertanian	7
2	Pertambangan	8
3	Industri Dasar dan Kimia	13
4	Aneka Industri	3
5	Industri Barang Konsumsi	5
6	Properti, Real Estat dan Konstruksi	15
7	Infrastruktur, Sarana dan Transportasi	2
8	Perdagangan, Jasa dan Investasi	19
	Jumlah sampel	72

3.5 Metode Analisis

Model pengujian statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian adalah model analisis regresi berganda metode *ordinary least square* (OLS). Penggunaan metode tersebut didasarkan karena penelitian ini merupakan uji *cross sectional* antara beberapa variabel independen dengan variabel dependen dalam satu periode. Model OLS dilakukan dengan meminimalkan kuadrat deviasi,

dimana deviasi atau *sample error* adalah selisih antara nilai duga variabel dependen dengan nilai aktualnya. Untuk memenuhi bentuk model regresi yang hasilnya dapat dipertanggungjawabkan secara statistik maka terdapat beberapa asumsi yang harus dipenuhi (Gujarati, 2003), yaitu:

- a. Model bersifat linier, terutama parameteranya;
- b. variabel independen bersifat *nonstokastik* (nilai tidak berubah dalam beberapa pengambilan sampel);
- c. Nilai rata-rata faktor *disturbances* atau *error* sama dengan nol;
- d. *Homoskedasticity* atau varian dari residual sama besarnya;
- e. Tidak ada *autokorelasi* antara *error* atau residual
- f. Tidak ada korelasi antara *error/residual* dengan variabel independen;
- g. Jumlah observasi lebih besar dari jumlah variabel yang akan diestimasi;
- h. Model dispesifikasi dengan benar;
- i. Sebaiknya tidak terjadi multikolinieritas (hubungan antar variabel independen) yang sempurna

Bila asumsi diatas dipenuhi maka penduga yang diperoleh dari metode least square akan memiliki karakteristik BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Estimator tersebut dikatakan *unbiased* karena nilai yang diharapkan dari estimator sama dengan nilai parameter, dan disebut *best* karena menghasilkan varians yang terkecil.

Untuk menentukan apakah asumsi-asumsi tersebut telah terpenuhi, perlu dilakukan pengujian. Pemeriksaan dan pengujian atas gejala multikolinieritas dan heteroskedastisitas terhadap model yang diajukan akan diterapkan dalam penelitian ini.

3.5.1 Pengujian Gejala Multikolinieritas

Dalam model regresi linier berganda dapat terjadi adanya korelasi yang signifikan antara variabel independen dengan variabel independen lainnya. Dalam hal ini telah terjadi multikolinieritas, yaitu gejala adanya korelasi yang signifikan antar variabel independen dalam model regresi linier berganda. Kondisi ini mengakibatkan bias dalam perhitungan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dengan kata lain ada hubungan linier yang eksak/pasti

di antara atau variabel independent tidak berpengaruh signifikan secara statistik antara terhadap variabel semua variabel bebas. Multikolinieritas hanya mungkin terjadi dalam regresi berganda.

Apabila terjadi kolinieritas sempurna maka koefisien regresi dari variabel bebas tidak dapat ditentukan (*interminate*) dan standard errornya tak terhingga (*infinite*). Jika kolinieritas kurang sempurna walaupun koefisien regresi dari variabel bebas dapat ditentukan (*determinate*), tetapi standar errornya tinggi, yang berarti, yang berarti koefisien regresi tidak dapat diperkirakan dengan tingkat ketelitian yang tinggi. Jadi semakin kecil korelasi antara variabel bebasnya maka semakin baik model regresi yang akan diperoleh.

Beberapa ciri bahwa suatu model memiliki penyakit multikolinieritas adalah (Nachrowi dan Usman, 2002):

- a. memiliki variansi dan standard error yang besar
- b. R^2 tinggi tetapi tidak banyak variabel yang signifikan dari uji t
- c. Hasil taksiran dari koefisien terkadang tidak sesuai dengan substansi, sehingga menghasilkan kesimpulan yang menyesatkan

Untuk mengetahui tingkat keseriusan gejala ini maka digunakan nilai matrik korelasi (*correlation matrix*). Dengan alat bantu aplikasi Eviews nilai ini ditunjukkan dengan nilai *correlation matrix* pada output Eviews. Multikolinieritas masih dapat ditoleransi bila nilai korelasi masih dibawah 0.8.

Selain itu pengujian gejala multikolinieritas dapat pula dengan menggunakan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) yang dihitung dengan rumus berikut:

$$VIF = 1/(1 - R_j^2)$$

R^2 = Koefisien determinasi antar variabel dependen dengan variabel independen.

Apabila menggunakan $\alpha = 5\%$ berarti nilai VIF harus kurang dari 5. Apabila nilai VIF lebih besar dari 5 ($VIF \geq 5$) maka patut dicurigai adanya hubungan linier antar variabel bebas. Kolinearitas dianggap tidak ada jika VIF mendekati angka 1, dan kolinearitas dianggap tinggi bila nilai VIF lebih besar dari 5 ($VIF \geq 5$).

Dalam program aplikasi statistik SPSS telah disediakan output mengenai perhitungan VIF pada persamaan regresi yang diuji. Apabila hasil pengujian

menunjukkan adanya gejala multikolinieritas ini, maka langkah yang dapat ditempuh adalah dengan meminimalisir gangguan tersebut. Hal ini dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu:

- a. Mengganti atau mengeluarkan variabel bebas yang memiliki hubungan linier/ korelasi yang tinggi dengan variabel lain. Pengeluaran variabel bebas ini harus hati-hati karena tidak menutup kemungkinan variabel yang dikeluarkan justru variabel penting (*spesification bias*);
- b. Melakukan transformasi data dalam bentuk lain, seperti logaritma natural, akar kuadrat atau bentuk *differencing*;
- c. Melakukan perubahan model;
- d. Menambah jumlah observasi/sampel, karena gangguan ini pada dasarnya merupakan fenomena sampel.

3.5.2 Uji Heteroskedastisitas

Asumsi lain yang harus dipenuhi dalam membentuk model regresi bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*) maka $\text{var}(u_i)$ harus sama dengan σ^2 (konstan) atau dengan kata lain, semua residual atau error mempunyai varian yang sama. Kondisi ini dikenal dengan homoskedastis. Dalam kondisi varian tidak konstan atau berubah-ubah maka telah terjadi heteroskedastis. Model regresi yang baik harus terhindar dari heteroskedastis (Nachrowi dan Hardius, 2006).

Umumnya heteroskedastisitas terjadi pada *data cross section* karena pengamatan dilakukan pada individu yang berbeda pada saat yang sama. Kondisi heteroskedastisitas berarti:

- a. Hubungan positif antara X dan Y, dimana nilai Y meningkat searah dengan peningkatan nilai X.
- b. Semakin besar nilai variabel bebas (X) dan variabel terikat (Y), semakin jauh koordinat (x,y) dari garis regresi yang artinya error makin besar.
- c. Peningkatan variasi seiring dengan peningkatan nilai X dan Y. Dengan kata lain, variasi data yang digunakan untuk membuat model tidak konstan.

Dampak adanya Heteroskedastisitas pada OLS adalah sebagai berikut:

- a. Variansi akan lebih besarnya dari taksiran;

- b. Uji hipotesis baik uji- t dan uji-F yang dilakukan menjadi kurang akurat;
- c. *Standard error* taksiran lebih besar sehingga interval kepercayaan menjadi sangat besar;
- d. Kesimpulan persamaan regresi yang dibuat dapat menyesatkan.

Untuk mengetahui adanya gejala heteroskedastisitas dapat dilakukan melalui beberapa jenis pengujian yakni: uji Park, uji Goldfeld-Quandt, uji BPG dan uji White. Dalam penelitian ini dilakukan uji residual dengan menggunakan uji *White's General Heteroscedasticity Test (No Cross Term)*, yakni melihat *probability Obs*R²* untuk dibandingkan dengan tingkat signifikansi yaitu 5%. Apabila *probability Obs*R²* lebih besar dari 5%, maka H_0 diterima yang berarti tidak terdapat heteroskedastisitas.

Bila terdapat gangguan heteroskedastisitas dalam model regresi maka agar diperoleh estimator yang efisien akan dilakukan regresi dengan memasukkan suatu heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator yang menghasilkan estimator yang tepat atas koefisien kovarian. Hal ini dapat dilakukan dengan bantuan program Eviews.

3.5.3 Koefisien Determinasi (Ukuran *Goodness of Fit* atau R^2)

Koefisien determinasi (*Goodness of Fit*), yang dinotasikan dengan R^2 menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Angka tersebut dapat mengukur seberapa dekat garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya. Artinya, nilai tersebut mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel dependen Y dapat diterangkan oleh variabel bebas independen X, semakin besar nilai R^2 maka akan semakin besar/kuat hubungan antara variabel independen dan dependen maka semakin baik model regresi yang diperoleh. Tidak tepatnya titik-titik pada garis regresi disebabkan karena adanya faktor lain yang mempengaruhi variabel bebas.

Baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh R^2 -nya yang mempunyai nilai antara nol dan satu. Ketentuannya :

- a. Bila nilai koefisien determinasi sama dengan 0 ($R^2 = 0$), artinya variasi dari Y tidak dapat diterangkan oleh X sama sekali

- b. Bila nilai koefisien determinasi sama dengan 1 ($R^2 = 1$), artinya variasi dari Y secara keseluruhan dapat diterangkan oleh X. Dengan kata lain semua titik- titik pengamatan berada tepat pada garis regresi.

Dengan demikian baik tidaknya suatu persamaan regresi antara lain ditentukan oleh besaran nilai R^2 yang dimiliki, dimana nilainya berkisar antara 0 (nol) dan 1 (satu) atau $0 \leq R^2 \leq 1$.

3.5.4 Uji Hipotesis

2.5.4.1 Uji Beda Dua Rata-rata

Untuk menguji hipotesis tentang adanya perbedaan tingkat keluasan pengungkapan antara perusahaan kelompok industri *high-profile* dengan kelompok industri *low-profile*, dilakukan dengan penerapan uji beda dua rata-rata sampel tidak berpasangan (*student's t test*). Uji hipotesis dilakukan berdasarkan rumusan hipotesis berikut:

$H_0 : \mu_1 \leq \mu_2$; berarti tingkat pengungkapan pada industri *high-profile* lebih kecil atau sama dengan tingkat pengungkapan pada industri *low-profile*.

$H_1 : \mu_1 > \mu_2$; berarti tingkat pengungkapan pada industri *high-profile* lebih besar daripada tingkat pengungkapan pada industri *low-profile*

H_0 akan diterima jika nilai t-hitung \leq t-tabel, sebaliknya hipotesis alternatif akan diterima jika t-hitung $>$ t-tabel. Pengujian akan dilakukan pada $\alpha = 5\%$.

2.5.4.2 Uji terhadap Model Penelitian

Untuk hipotesis lainnya pengujian akan dilakukan terhadap model regresi yang telah dirumuskan sebelumnya. Uji hipotesis berguna untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan artinya suatu nilai koefisien regresi yang secara statisti tidak sama dengan nol. Jika koefisien *slope* sama dengan nol, berarti dapat dikatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat. Atau dengan kata lain uji hipotesis dilakukan untuk membuktikan hipotesa yang dibuat, yakni hipotesa *Null* (yang menyatakan tidak ada hubungan antar variabel) dan hipotesa alternatif yang menyatakan adanya hubungan antar variabel.

Untuk kepentingan tersebut diatas, maka semua koefisien regresi harus diuji. Ada dua jenis uji hipotesis terhadap koefisien regresi yang dilakukan, yaitu Uji-F dan Uji-t.

a. Uji-F (Testing Hypotesis the Whole Model)

Uji-F merupakan suatu pengujian yang bertujuan mendeteksi signifikansi semua variabel independent secara bersama-sama terhadap variabel dependent yang digunakan. Adapun langkah-langkah dalam uji ini adalah sebagai berikut:

- a. Merumuskan Hipotesis
 - $H_0: \alpha = 0$, artinya secara bersama-sama dependent
 - $H_1: \alpha \neq 0$, artinya secara bersama-sama variabel independent berpengaruh signifikan secara statistik antara terhadap variabel dependent
- b. Menentukan tingkat signifikansi, yang dalam penelitian ini digunakan tingkat signifikansi 5% dan degree of freedom (df) = n-k dalam menentukan t-tabel.
- c. Menghitung F-hitung
- d. Menetapkan kriteria pengujian.
 - H_0 ditolak apabila : F-hit > F-tabel
 - H_0 diterima apabila : F-hit < F-tabel
- e. Kesimpulan yang didasarkan pada hasil langkah keempat di atas.

b. Uji-t (Testing Hypotesis Slope)

Uji-t merupakan suatu pengujian yang bertujuan mendeteksi signifikansi variabel independent secara individual terhadap variabel dependent yang digunakan. Adapun langkah-langkah dalam uji ini adalah sebagai berikut :

- a. Merumuskan Hipotesis
 - $H_0 : \alpha = 0$, artinya tidak ada pengaruh signifikan secara statistik antara variabel independent terhadap variabel dependent
 - $H_1: \alpha \neq 0$, artinya ada pengaruh signifikan secara statistik antara variabel independent terhadap variabel dependent

- b. Menentukan tingkat signifikansi, yang dalam penelitian ini digunakan tingkat signifikansi 5% dan degree of freedom (df) = n-k dalam menentukan t-tabel.
- c. Menghitung t-hitung
- d. Menetapkan kriteria pengujian.
H₀ ditolak apabila : t-hit > t-tabel atau -t hit < -t-tabel
H₀ diterima apabila : t-hit < t-tabel atau -t hit > -t-tabel
- e. Kesimpulan yang didasarkan pada hasil langkah keempat di atas.



4. PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan secara rinci tentang hasil pengolahan data dan penjabaran dari makna hasil pengolahan data. Data penelitian ini diolah dengan menggunakan *software* SPSS versi 16.0 dan dibantu oleh Eviews versi 3.1 dan Microsoft Excel guna melihat pengaruh variabel bebas yang diduga memiliki pengaruh terhadap luas tingkat pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan serta melakukan pengujian bagaimana dampak luas pengungkapan dan informasi laba terhadap tingkat pengembalian saham syariah di Bursa Efek Indonesia. Metode yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dan regresi linier berganda dengan model interkasi. Pengujian atas hipotesis dilakukan pada tingkat kepercayaan 95% dan 90%.

4.1 Deskripsi Statistik Sampel Penelitian

Deskripsi statistik sampel penelitian atas variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu variabel kumulatif *abnormal return*, *unexpected earnings*, tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan, auditor laporan keuangan perusahaan, tingkat leverage, tingkat pertumbuhan, proporsi kepemilikan saham publik dan besaran aset perusahaan, disajikan dalam Tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1 : Deskripsi Statistik Variabel Penelitian

	CAR	UE	DISC	LEV	GR	SIZE	PUB	KAP
Mean	.105	.149	.465	.754	2.218	28.410	.329	.472
Median	.001	.070	.462	.685	1.405	28.420	.324	.000
Maximum	1.727	1.892	0.692	2.65	22.7	32.917	0.774	1
Minimum	-0.750	-1.584	0.173	0.05	0.15	25.040	0.034	0
Std. Deviasi	.514	.657	.125	.531	2.878	1.525	.184	.503
Skewness	1.189	.233	-.116	1.183	5.307	.158	.630	.114
Observations	72	72	72	72	72	72	72	72

Sumber: *Output* program SPSS versi 13, data diolah

Berdasarkan Tabel 4.1 diatas dapat diketahui bahwa selama periode pengamatan yaitu April 2010 sampai dengan Maret 2011, sampel perusahaan

kelompok efek syariah memperoleh rata-rata tingkat pengembalian saham sebesar 0,105 dengan tingkat pengembalian maksimum yaitu 1,727 dan tingkat pengembalian minimum sebesar -0,750. Masih adanya angkat tingkat pengembalian saham yang negatif tidak dapat dilepaskan dari kondisi perekonomian yang masih terpengaruh oleh gelombang krisis keuangan global yang terjadi sejak sekitar tahun 2007 dipicu oleh krisis keuangan di Amerika Serikat yang oleh para analis disebut sebagai yang terberat sejak *great depression* tahun 1929.

Kondisi perekonomian yang masih terpengaruh oleh dampak krisis keuangan global tersebut tercermin pula dalam rata-rata *unexpected earnings* yang menunjukkan angka hanya sebesar 0,149. Dari 72 perusahaan sampel penelitian sebanyak 26 perusahaan atau sekitar 36% mengalami penurunan laba operasi dari yang diharapkan pasar. Hal ini mengindikasikan sebagian besar perusahaan berhasil melalui krisis ekonomi tersebut. Hal ini ditunjukkan pula oleh nilai rata-rata tingkat pertumbuhan yang positif sebesar 2,218

Sedangkan untuk aspek pembiayaan usaha untuk perusahaan sampel menunjukkan nilai leverage yang cukup baik dengan nilai rata-rata sebesar 0,754.

4.2 Deskripsi Statistik Tingkat Keluasan Pengungkapan

Rata-rata tingkat pengungkapan perusahaan sampel menunjukkan angka 0,465. Tingkat pengungkapan yang tertinggi dilakukan oleh PT Tambang Bukit Asam (skor pengungkapan 0,692) dan tingkat pengungkapan terendah dilakukan oleh Central Korporindo Internasional Tbk dengan skor pengungkapan hanya 0,173. Nilai rata-rata tingkat pengungkapan sebesar 0,465 dalam penelitian ini lebih besar dari rata-rata tingkat pengungkapan pada penelitian Adhariani (2004) dengan rata-rata tingkat pengungkapan sebesar 0,156, penelitian Sayekti & Wondabio (2007) dengan rata-rata skor pengungkapan untuk aspek *Corporate Social Responsibility* sejumlah 0,201. Penjelasan untuk hal tersebut adalah bahwa dalam penelitian Adhariani (2004) pengukuran tingkat pengungkapan menggunakan evaluasi atas *ceklis* item pengungkapan sukarela (*voluntary*) dan pada penelitian Sayekti & Wondabio (2007) pengukuran dilakukan atas penjelasan aktifitas sosial perusahaan, sedangkan pada penelitian ini pengukuran

luas pengungkapan tidak hanya memasukkan item pengungkapan sukarela saja namun terdapat item pengungkapan yang diwajibkan berdasarkan ketentuan yang berlaku.

Ketentuan yang mengatur tentang pengungkapan wajib bagi emiten pada penelitian ini berbeda dengan lingkungan regulasi pada saat penelitian kedua penelitian diatas dilakukan. Pada kedua penelitian tersebut pengungkapan wajib dalam laporan tahunan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diatur oleh Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-38/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996 tentang Laporan Tahunan, sedangkan pada saat penelitian ini dilakukan ketentuan tentang pengungkapan wajib bagi emiten dalam laporan tahunan diatur dalam Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan Nomor: Kep-134/Bl/2006 tanggal 7 Desember 2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten Atau Perusahaan Publik. Dalam *konsiderans* Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan Nomor: Kep-134/Bl/2006 tersebut dijelaskan bahwa penyempurnaan atas ketentuan pelaporan tahunan sebelumnya dilakukan untuk meningkatkan kualitas keterbukaan informasi dalam penyusunan laporan tahunan Emiten dan Perusahaan Publik karena laporan tahunan Emiten dan Perusahaan Publik merupakan sumber informasi penting bagi pemegang saham dan masyarakat dalam membuat keputusan investasi.

Ketentuan tersebut menambahkan sekitar 23 item pengungkapan yang wajib dilaporkan oleh emiten atau perusahaan publik dalam laporan tahunannya dari 53 item yang diatur sebelumnya.

Secara umum tingkat pengungkapan rata-rata sebesar 0,465 belum menunjukkan angka yang memuaskan. Emiten dan perusahaan publik belum sepenuhnya mentaati ketentuan tentang pelaporan tahunan baik dalam aspek pemenuhan item pengungkapan wajib maupun aspek ketepatan waktu penyampaian laporan tahunan kepada publik. Hal ini terlihat dalam informasi yang disampaikan Bursa Efek Indonesia dalam pengumuman tanggal 10 Juni 2010 nomor Peng-LK-00150/BEI.PPR/06-2010. Dalam pengumuman tersebut dijelaskan bahwa dari total 401 perusahaan yang tercatat wajib menyampaikan laporan tahunan, sebanyak 381 perusahaan telah menyampaikan laporan tahunan.

Masih terdapat 20 perusahaan yang belum menyampaikan laporan tahunan per tanggal 10 Juni 2010. Sebanyak 37 perusahaan terlambat dalam menyampaikan laporan tahunan. Berkaitan dengan ketaatan terhadap regulasi tentang pelaporan tahunan hanya terdapat satu perusahaan yang menyampaikan laporan tahunan sesuai ketentuan Bapepam dan LK No.X.K.7. Kondisi ini menunjukkan bahwa ketentuan tentang pelaporan wajib (*mandatory report*) belum ditaati sepenuhnya oleh para emiten.

Dalam Tabel 4.2 berikut disajikan distribusi rata-rata item pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan.

Tabel 4.2: Tingkat Pengungkapan dalam Laporan Tahunan

No.	Kategori Item Pengungkapan	Nilai Rata-rata	Nilai Maksimum	Nilai Minimum
1.	Informasi Umum tentang Perusahaan	0,868	1,000	0,50
2.	Historis Kinerja & Keuangan	0,593	0,857	0,143
3.	Diskusi Manajemen dan Proyeksi Bisnis	0,473	0,692	0,154
4.	Penerapan <i>Good Corporate Governance</i>	0,800	1,000	0,400
5.	Pengungkapan tentang Produk	0,150	1,000	0,000
6.	Pengungkapan Aspek Manajemen SDM	0,276	0,750	0,125
7.	Kegiatan Pelestarian Lingkungan	0,151	0,800	0,000
8.	Kegiatan Pengembangan masyarakat	0,416	1,000	0,000

Sumber: *Output* program SPSS versi 13, data diolah

Berdasarkan Tabel tersebut perusahaan paling banyak mengungkapkan mengenai informasi umum perusahaan dengan rata-rata skor pengungkapan sebesar 0,868. Pengungkapan terendah terjadi pada aspek penjelasan tentang produk dengan nilai rata-rata 0,150. Secara umum perusahaan tidak mengungkapkan dengan lengkap aspek produk yang mencakup rencana dan kebijakan pengembangan produk termasuk alokasi dana untuk riset dan pengembangan, penjelasan tentang pemenuhan standar keamanan produk bagi konsumen, pemenuhan standar internasional dalam proses produksi serta penghargaan yang diterima terkait dengan produk dan proses produksi. Secara umum pengungkapan diluar aspek keuangan dan kinerja usaha menunjukkan nilai yang masih rendah yaitu sekitar 0,350. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian

sebelumnya mengenai tingkat pengungkapan tanggung jawab sosial oleh perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia yang menunjukkan rendahnya tingkat pengungkapan tanggung jawab sosial oleh perusahaan publik. Penelitian Sayekti Wondabio (2007) menunjukkan rata-rata tingkat pengungkapan tanggung jawab sosial sebesar 0,201. Namun demikian dalam hasil penelitian menunjukkan peningkatan dari hasil penelitian sebelumnya.

Peningkatan trend luas pengungkapan informasi mengindikasikan bahwa perusahaan semakin memberi perhatian pada pengungkapan aspek-aspek selain keuangan dan operasional bisnis. Peningkatan ini dapat pula disebabkan karena tuntutan pengungkapan wajib yang lebih luas sebagaimana diatur oleh Bapepam-LK, sebab dalam perubahan tentang pengaturan tersebut terdapat beberapa item pengungkapan yang sebelumnya termasuk dalam katagori pengungkapan sukarela menjadi diwajibkan dalam peraturan yang terbaru.

4.3 Tingkat Keluasan Pengungkapan dan Jenis Industri

Berdasarkan *political cost theory* tingkat keluasan pengungkapan akan dipengaruhi oleh jenis industri. Industri dengan *political cost* yang tinggi seperti industri yang terkait dengan regulasi yang ketat dan pengaturan pengelolaan lingkungan termasuk dalam katagori industri *high-profile* sehingga cenderung akan melakukan pengungkapan yang lebih luas. Merujuk pada hasil penelitian Roberts (1992), Dierkes & Preston (1977) sebagaimana dijelaskan oleh Hackston dan Milne (1996:5,11), untuk penelitian ini industri *high-profile* tersebut mencakup industri pertambangan, perminyakan, kimia agrobisnis dan kehutanan, otomotif, energi dan kelistrikan serta industri yang memproduksi makanan dan minuman.

Tabel 4.3 menyajikan data statistik tingkat keluasan pengungkapan untuk kelompok industri *high-profile* dan *low-profile*. Luas pengungkapan tersebut mencakup pengungkapan secara keseluruhan dan pengungkapan untuk aspek sosial yaitu tema pengungkapan tentang tenaga kerja, pelestarian lingkungan dan pengembangan masyarakat.

Tabel 4.3: Perbandingan Tingkat Keluasan Pengungkapan antara Industri *high-profile* dengan Industri *low-profile*

		Kelompok industri		Uji beda	
		<i>High-profile</i>	<i>Low-profile</i>	T	Sig. (2-tailed)
Observasi		34	38		
Pengungkapan	Mean	.4876	.4448	- 1,461	0,149
	Median	.4808	.4327		
	Maximum	.6923	.6538		
	Minimum	.1731	.2115		
	Std. Deviasi	.1249	.1229		
	Skewness	-.289	.013		
Pengungkapan tema non keuangan & kinerja	Mean	.4036	.2880	-2,815*	0,006*
	Median	.3888	.2778		
	Maximum	.7222	.6111		
	Minimum	.0000	.0000		
	Std. Deviasi	.1811	.1673		
	Skewness	-.519	.220		

*signifikan pada $\alpha = 5\%$

Sumber: *Output* program SPSS versi 13, data diolah

Berdasarkan tabel tersebut diketahui bahwa perusahaan pada sektor industri yang *high-profile*, memiliki rata-rata pengungkapan 0,4876. Nilai ini lebih besar dibandingkan sektor industri *low-profile* dengan rata-rata luas pengungkapan sebesar 0,4448. Pengujian terhadap perbedaan tingkat keluasan pengungkapan antar kedua kelompok industri tersebut menunjukkan nilai uji-t sebesar -1,461 (p-value 0,149). Nilai signifikansi ini lebih besar dari 0,05 dan 0,10, sehingga dapat disimpulkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam hal luas pengungkapan laporan tahunan antara perusahaan dalam industri *high-profile* dengan perusahaan *low-profile*.

Pengujian tambahan dilakukan terhadap item pengungkapan untuk tema selain keuangan dan kinerja, yaitu tema pengungkapan mengenai pengelolaan tenaga kerja, aktifitas pelestarian lingkungan serta pengungkapan mengenai kegiatan pengembangan masyarakat. Untuk aspek tersebut perusahaan dalam industri *low-profile* memiliki nilai rata-rata pengungkapan sebesar 0,4036. Nilai ini lebih besar dibandingkan dengan industri *low-profile* dengan rata-rata pengungkapan sebesar 0,2880. Hasil uji perbedaan terhadap keluasan pengungkapan pada kedua portfolio tersebut menunjukkan nilai t sebesar -2,815 dengan nilai signifikansi sebesar 0,006. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada $\alpha = 5\%$, tingkat keluasan pengungkapan tema sosial

(tenaga kerja, pelestarian lingkungan dan pengembangan masyarakat), perusahaan kelompok industri *high-profile* secara statistik lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat keluasan pengungkapan perusahaan dalam kelompok industri lainnya.

4.4 Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan

Pada bagian ini akan dibahas mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan untuk emiten kelompok efek syariah. Pengujian dilakukan atas hipotesis bahwa faktor ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, kualitas auditor dan tingkat leverage secara signifikan mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan emiten kelompok efek syariah. Untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen baik secara individu maupun bersama-sama digunakan metode regresi berganda *Ordinary Least Square* terhadap model sebagai berikut:

$$DISC_i = \beta_0 + \beta_1 ASET_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 AUD_i + \beta_4 LEV_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (4.1)$$

Keterangan:

- DISC_i : Luas pengungkapan dalam laporan tahunan 2009 perusahaan.
- ASET_i : Ukuran perusahaan;
- PUB_i : Proporsi kepemilikan saham publik
- AUD_i : Kualitas Auditor laporan keuangan perusahaan
- LEV_i : Tingkat leverage perusahaan

Sebelum dilakukan interpretasi atas model regresi yang terbentuk, perlu terlebih dahulu dilakukan pengujian pemenuhan asumsi klasik terhadap model tersebut.

4.4.1 Uji Asumsi klasik

Untuk mengetahui apakah model yang dihasilkan telah memenuhi syarat sebagai Best Linier Unbiased Estimated (BLUE), perlu dipastikan bahwa model penelitian memenuhi dua asumsi dasar yaitu terbebas dari masalah Heteroskedastisitas dan masalah Multikolinieritas.

1. Deteksi Multikolinieritas.

Dalam penelitian ini pemeriksaan gejala multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance Value*.

Secara umum multikolinieritas tidak dianggap sebagai masalah besar jika nilai VIF lebih kecil atau sama dengan 5 atau nilai *tolerance value* lebih besar dari 0,10. Tabel 4.4 menyajikan ikhtisar hasil pengujian dengan bantuan software SPSS 16.

Tabel 4.4: Pengujian Multikolinieritas atas Regresi Model 4.1

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
SIZE	.606	1.650
PUB	.947	1.056
AUD	.625	1.601
LEV	.968	1.033

Sumber: *Output* program SPSS versi 16, data diolah

Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai nilai VIF diatas 5 dan nilai *tolerance value* yang lebih kecil dari 0,10. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam model penelitian ini.

2. Pemeriksaan Heteroskedastisitas.

Dalam penelitian ini pemeriksaan gejala heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *White's General Heteroscedasticity (no cross term)* dengan bantuan software *Eviews 3*. Hasil pengujian menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,580593 ($p > 0,05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.4.2 Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan artinya suatu nilai koefisien regresi yang secara statistik tidak sama dengan nol. Dalam menganalisa model penelitian akan diterapkan Uji-F dan Uji-t serta analisis kecukupan model pada nilai koefisein determinasi.

1. Uji-F

Tabel 4.5 berikut menunjukkan hasil estimasi SPSS atas uji signifikansi keseluruhan model (Uji-F).

Tabel 4.5: Hasil Uji-F atas Model 4.1

Model		df	F	Sig.
1	Regression	4	5.654	.001 ^a
	Residual	67		
	Total	71		

Sumber: *Output* program SPSS versi 16, data diolah

Berdasarkan tabel diatas diketahui bahwa probabilitas distribusi F atas model penelitian ini (p-value) adalah sebesar 0,001. Probabilitas distribusi F model penelitian ini lebih kecil dari 0,05 yang berarti H_0 ditolak. Artinya dengan menggunakan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$), variabel bebas ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, kualitas auditor dan tingkat leverage statistik signifikan dan dapat menjelaskan variabel terikat luas pengungkapan.

2. Koefisien Determinasi

Berdasarkan hasil pengujian atas model sebagaimana dalam Tabel 4.5 menunjukkan nilai *adjusted R-square* sebesar 0,208. Hal ini menunjukkan bahwa variasi variabel bebas yakni ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, kualitas auditor dan tingkat leverage secara bersama sama mampu menerangkan variabel terikat yaitu luas pengungkapan dalam laporan tahunan sebesar 20,8% sedangkan sisanya sekitar 79,2% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diperhitungkan dalam model penelitian ini.

3. Uji-t

Tabel 4.6 menyajikan hasil estimasi nilai konstanta dan koefisien untuk variabel independen serta hasil uji t untuk setiap variabel independen.

Tabel 4.6: Hasil Uji Koefisien Determinasi dan Uji t Model 4.1

Variabel	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error		
(Constant)	-.441	.302	-1.459	.149
SIZE	.032	.011	2.877	.005
PUB	-.100	.074	-1.361	.178
AUD	.037	.033	1.102	.274
LEV	.018	.025	.697	.488
R Square	.252			
Adjusted R Square	.208			

Sumber: *Output* program SPSS versi 16, data diolah

Berdasarkan tabel tersebut model yang dihasilkan dapat dituliskan sebagai berikut:

$$DISC_i = -0,441 + 0,032SIZE_i - 0,1PUB_i + 0,037UD_i + 0,018LEV_i + \varepsilon_{it}$$

Pembahasan mengenai hipotesis penelitian dijelaskan sebagai berikut:

- a. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki slop sebesar 0.032 yang berarti bahwa perbedaan ukuran perusahaan yang lebih besar 1% akan berdampak pada kenaikan luas pengungkapan laporan tahunan sebesar 0.032% dengan asumsi variabel bebas lainnya tetap. Arah hubungan menunjukkan hubungan positif, hal sesuai dengan dugaan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan luas pengungkapan laporan tahunan. Hasil uji parsial (uji-t) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (SIZE) menunjukkan nilai p-value sebesar 0,005 yang lebih kecil dari 0,05 ($p\text{-value} < 0,05$). Berdasarkan hasil ini dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan dalam laporan tahunan pada tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$).
- b. Variabel proporsi kepemilikan saham publik diduga memiliki hubungan positif luas pengungkapan, namun berdasarkan hasil pengujian variabel proporsi kepemilikan saham publik memiliki hubungan negatif dengan koefisien sebesar $-0,100$. Nilai signifikansi uji-t (p-value) sebesar 0,178, yang lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti dengan tingkat keyakinan 95%, proporsi kepemilikan saham publik secara statistik tidak signifikan mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan.
- c. Hasil pengujian terhadap model menunjukkan variabel kualitas auditor memiliki koefisien sebesar 0,037. Nilai koefisien yang positif menunjukkan pola hubungan yang sesuai dengan dugaan, namun hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi uji-t (p-value) 0,274 yang lebih besar dari 0,05, yang berarti secara statistik pada tingkat keyakinan 95%, perusahaan yang diaudit oleh akuntan publik *auditor big four* atau bukan *big four* tidak signifikan mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan.

- d. Variabel tingkat *leverage* memiliki koefisien sebesar 0,018. Nilai koefisien yang positif sesuai dengan dugaan mengenai pola hubungan antara tingkat *leverage* dengan luas pengungkapan. Namun demikian nilai signifikansi uji-t (pvalue) menunjukkan nilai 0,488 yang lebih besar dari $\alpha = 5\%$ dan $\alpha = 10\%$, sehingga dapat disimpulkan bahwa secara statistik tidak luas pengungkapan laporan tahunan tidak terkait secara signifikan dengan tingkat *leverage* perusahaan.

Ringkasan simpulan berdasarkan hasil pengujian terhadap model 4.1 mengenai hubungan antara variabel independen ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, kualitas auditor dan tingkat *leverage* terhadap variabel dependen luas pengungkapan dalam laporan tahunan, disajikan dalam Tabel 4.7 berikut:

Tabel 4.7 Ikhtisar Hasil Pengujian Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan

Variabel Independen	Simpulan Hasil Pengujian
Ukuran perusahaan	Hubungan positif dan signifikan
Kepemilikan saham publik	Hubungan negatif tapi tidak signifikan
Kualitas Auditor	Hubungan positif tapi tidak signifikan
Tingkat leverage	Hubungan positif tapi tidak signifikan

4.5 Dampak Luas Pengungkapan terhadap Tingkat Pengembalian Saham

Pada bagian ini akan dibahas mengenai dampak luas pengungkapan dalam laporan tahunan dan informasi laba tahun 2009 terhadap tingkat pengembalian saham pada tahun 2010 untuk emiten kelompok efek syariah. Pengujian dilakukan atas hipotesis bahwa luas pengungkapan dalam laporan tahunan bersama dengan informasi laba memiliki dampak yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan kelompok efek syariah. Untuk mengetahui hubungan antara variabel independen luas pengungkapan dan informasi laba dengan variabel dependen tingkat pengembalian saham baik secara individu maupun bersama-sama sekaligus menguji interaksi antara luas pengungkapan dalam mempengaruhi koefisien respon terhadap informasi laba (*earnings response coefficient*) digunakan metode regresi berganda *Ordinary Least Square* dengan model

interaksi. Perumusan model ditambahkan dengan variabel tingkat pertumbuhan sebagai variabel kontrol, sehingga model dirumuskan sebagai berikut:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_i + \beta_2 DISC_i + \beta_3 GR_i + \beta_4 |UE_i - DISC_i| + \beta_5 |UE_i - GR_i| + \varepsilon_{it} \dots (4.2)$$

Keterangan:

CAR_i : *cumulative abnormal return* saham kelompok efek syariah periode April 2010 – Maret 2011;

UE_i : *Unexpected earnings* perusahaan kelompok efek syariah;

$DISC_i$: Luas pengungkapan dalam laporan tahunan 2009.

Sebelum dilakukan interpretasi atas model regresi yang terbentuk, perlu terlebih dahulu dilakukan pengujian pemenuhan asumsi klasik terhadap model tersebut.

4.5.1 Uji Asumsi klasik

Untuk mengetahui apakah model yang dihasilkan telah memenuhi syarat sebagai Best Linier Unbiased Estimated (BLUE), perlu dipastikan bahwa model penelitian memenuhi dua asumsi dasar yaitu terbebas dari masalah Heteroskedastisitas dan masalah Multikolinieritas.

1. Deteksi Multikolinieritas.

Dalam penelitian ini pemeriksaan gejala multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance Value*. Secara umum multikolinieritas tidak dianggap sebagai masalah besar jika nilai VIF lebih kecil atau sama dengan 5 atau nilai *tolerance value* lebih besar dari 0,10. Tabel 4.8 menyajikan ikhtisar hasil pengujian dengan bantuan software SPSS 16.

Tabel 4.8 Pengujian Multikolinieritas atas Model 4.2

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
ZUE	.818	1.222
ZDISC	.874	1.144
ZGR	.479	2.086
Z UE-DISC	.648	1.542
Z UE-GR	.419	2.389

Sumber: *Output* program SPSS versi 16, data diolah

Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai nilai VIF diatas 5 dan nilai *tolerance value* yang lebih kecil dari 0,10. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam model penelitian ini.

2. Pemeriksaan Heteroskedastisitas.

Dalam penelitian ini pemeriksaan gejala heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *White's General Heteroscedasticity (no cross term)* dengan bantuan software *Eviews 3*. Hasil pengujian disajikan dalam Tabel 4.9 berikut:

Tabel 4.9 Pengujian Heteroskedastisitas atas Regresi Model 4.2

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	1.202487	Probability	0.307514
Obs*R-squared	11.85611	Probability	0.294802

Sumber: *Output* program *Eviews* versi 3, data diolah

Berdasarkan tabel 4.8 tersebut terlihat bahwa nilai *probability Obs*R-squared* adalah 0,294 atau lebih besar dari 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.5.2 Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan artinya suatu nilai koefisien regresi yang secara statistik tidak sama dengan nol. Dalam menganalisa model penelitian akan diterapkan Uji-F dan Uji-t serta analisis kecukupan model pada nilai koefisien determinasi.

1. Uji-F

Tabel 4.10 berikut menunjukkan hasil estimasi SPSS atas uji signifikansi keseluruhan model (Uji-F).

Tabel 4.10 Hasil Uji-F atas Model 4.2

Model		df	F	Sig.
1	Regression	5	3.023	.016 ^a
	Residual	66		
	Total	71		

Sumber: *Output* program SPSS versi 16, data diolah

Berdasarkan tabel diatas diketahui bahwa probabilitas distribusi F atas model penelitian ini adalah sebesar 0,016. Probabilitas distribusi F model penelitian ini lebih kecil dari 0,05 yang berarti H_0 ditolak. Artinya dengan menggunakan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$), variabel bebas luas pengungkapan (DISC), informasi laba (UE) dan tingkat pertumbuhan (GR) secara statistik signifikan dan dapat menjelaskan variasi variabel terikat *cumulative abnormal return* (CAR).

2. Koefisien Determinasi

Hasil pengujian terhadap model atas koefisien determinasi dan koefisien variabel dalam model disajikan dalam Tabel 4.10. Hasil pengujian menunjukkan nilai *adjusted R-square* sebesar 0,125. Hal ini menunjukkan bahwa variasi variabel bebas yakni informasi laba, luas pengungkapan dan tingkat pertumbuhan berikut variabel interaksi antara informasi laba dan luas pengungkapan dan interaksi antara informasi laba dan tingkat pertumbuhan secara bersama sama dapat menerangkan variabel terikat yaitu tingkat pengembalian saham sebesar 12,5% sedangkan sisanya sekitar 87,5% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diperhitungkan dalam model penelitian ini.

Rendahnya nilai *adjusted R²* menunjukkan bahwa variabilitas nilai *cumulative abnormal return* dipengaruhi oleh banyak faktor dan kompleks sebagaimana hal yang umum terjadi pada instrumen keuangan. Menurut Muslich (2008), untuk penelitian di bidang keuangan besaran nilai R^2 berkisar antara 15%-20% sudah dapat dikatakan baik karena banyak sekali variabel yang mempengaruhi instrumen keuangan.

3. Uji-t

Tabel 4.11 menyajikan hasil estimasi nilai konstanta dan koefisien untuk variabel independen serta hasil uji t untuk setiap variabel independen. Berdasarkan tabel tersebut model yang dihasilkan dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{CAR}_i = & 0,015 + 0,294\text{UE}_i + 0,274\text{DISC}_i - 0,331\text{GR}_i - 0,183|\text{UE}_i - \text{DISC}_i| \\ & + 0,185|\text{UE}_i - \text{GR}_i| + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Tabel 4.11 Koefisien Determinasi dan Hasil Uji-t Model 4.2

Variabel	Unstandardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error		
(Constant)	.015	.204	.071	.943
ZUE	.294	.123	2.394	.019
ZDISC	.274	.119	2.310	.024
ZGR	-.331	.160	-2.063	.043
Z UE-DISC	-.183	.155	-1.182	.241
Z UE-GR	.185	.171	1.082	.283
R Square			.186	
Adjusted R Square			.125	

Sumber: *Output* program SPSS versi 16, data diolah

Pembahasan mengenai hipotesis penelitian dijelaskan sebagai berikut:

- a. Variabel informasi laba (UE) memiliki koefisien sebesar 0.294 yang berarti bahwa setiap informasi mengenai adanya kenikan laba diatas ekspektasi pasar sebesar 1% akan berdampak pada kenaikan *cumulative abnormal return* saham sebesar 0.294% dengan asumsi variabel bebas lainnya tetap. Pola hubungan tersebut sesuai dengan dugaan bahwa variabel informasi laba memiliki hubungan positif dengan *cumulative abnormal return*. Hasil uji parsial (uji-t) menunjukkan bahwa variabel UE memiliki nilai signifikansi (p-value) sebesar 0,019 yang lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa pada tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$) secara statistik terdapat korelasi yang signifikan antara variabel UE dengan nilai *cumulative abnormal return* saham kelompok efek syariah.
- b. Variabel luas pengungkapan (DISC) diduga memiliki hubungan positif dengan tingkat *cumulative abnormal return*. Hasil pengujian menunjukkan variabel DISC memiliki koefisien sebesar 0,274 yang berarti bahwa setiap kenaikan luas pengungkapan sebesar 1 persen akan berdampak pada kenaikan *cumulative abnormal return* sebesar 0,274% dengan asumsi variabel bebas lainnya tetap. Hasil uji-t menunjukkan nilai signifikansi (p-value) 0,024 yang lebih besar dari 0,05, sehingga pada $\alpha = 5\%$ H_0 ditolak. Hal ini berarti dengan tingkat keyakinan 95%, *slope* DISC secara statistik signifikan atau dapat disimpulkan bahwa luas pengungkapan memiliki

dampak yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return* saham kelompok efek syariah pada $\alpha = 5\%$.

- c. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel kontrol tingkat pertumbuhan memiliki koefisien $-0,331$, dengan nilai signifikansi uji t sebesar $0,043$. Uji parsial menunjukkan bahwa pada tingkat $\alpha = 5\%$ dapat diterima hipotesis bahwa tingkat pertumbuhan memiliki hubungan yang signifikan dengan tingkat pengembalian saham.
- d. Koefisien interaksi antara informasi laba dan luas pengungkapan menunjukkan nilai $-0,183$. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan luas pengungkapan akan berdampak pada pengurangan peran informasi laba dalam mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Namun hasil uji t terhadap koefisien interaksi menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,241$ yang lebih besar dari $0,05$. Hal ini berarti koefisien interaksi antara luas pengungkapan dan informasi laba tidak signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah.
- e. Koefisien interaksi antara informasi laba dan tingkat pertumbuhan menunjukkan nilai $0,185$. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat pertumbuhan akan meningkatkan peran informasi laba dalam mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Namun hasil uji t terhadap koefisien interaksi menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,283$ yang lebih besar dari $0,05$. Hal ini berarti koefisien interaksi antara tingkat pertumbuhan dan informasi laba tidak signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah.

Hasil pengujian terhadap model 4.2 dalam penelitian ini menghasilkan simpulan mengenai hubungan antara variabel independen dan variabel dependen sebagaimana dalam Tabel 4.12 berikut:

Tabel 4.12 Ikhtisar Hasil Pengujian Model 4.2

Variabel Independen	Simpulan Hasil Pengujian
Informasi laba	Hubungan positif dan signifikan
Luas pengungkapan dalam laporan tahunan	Hubungan positif dan signifikan
Tingkat pertumbuhan	Hubungan negatif dan signifikan
Interaksi informasi laba dan luas pengungkapan	Hubungan negatif tapi tidak signifikan
Interaksi informasi laba dan tingkat pertumbuhan	Hubungan positif tapi tidak signifikan

4.6 Pembahasan Hasil Pengujian

4.6.1 Luas Pengungkapan dan Jenis Industri

Pengujian terhadap hipotesis pertama dilakukan untuk menganalisis hubungan antara luas pengungkapan dengan jenis industri atau bidang usaha emiten. Pengujian dilakukan terhadap luas pengungkapan oleh kelompok industri *high-profile* yang dibandingkan dengan luas pengungkapan pada sektor industri lainnya. Hasil pengujian menunjukkan bahwa untuk keseluruhan pengungkapan tidak terdapat perbedaan tingkat keluasan pengungkapan antara perusahaan industri *high-profile* dibandingkan dengan luas pengungkapan pada sektor industri lainnya. Namun untuk pengungkapan aspek sosial dalam hal ini pengungkapan tentang tenaga kerja, pelestarian lingkungan dan pengembangan masyarakat, terdapat perbedaan luas pengungkapan yang signifikan antara perusahaan *high-profile* dengan perusahaan pada industri lainnya.

Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Hackston & Milne (1996) yang menunjukkan bahwa perusahaan *high-profile* melakukan pengungkapan sosial yang lebih tinggi daripada perusahaan *low-profile*, serta penelitian Indrawati (2009) untuk pasar modal di Indonesia. Sesuai dengan *political cost theory* maupun *stakeholders theory*, pengungkapan akan terkait dengan jenis industri yang memiliki dampak operasional terhadap masyarakat dan lingkungan. Sehingga perusahaan dengan kegiatan yang berdampak luas kepada masyarakat dan lingkungan akan melakukan pengungkapan sosial yang lebih luas dibandingkan perusahaan lainnya.

Berdasarkan perspektif ekonomi Islam, hasil tersebut sejalan dengan konsep kewajiban pengungkapan aspek sosial oleh manajemen. Dalam perspektif Islam pengungkapan aspek sosial oleh manajemen merupakan salah satu bentuk pertanggungjawaban kepada masyarakat dan Allah SWT terhadap amanah sumber daya ekonomi yang diserahkan kepadanya (Mirza & Baydoun, 1999). Pengungkapan tersebut merupakan wujud akuntabilitas kepada masyarakat luas, tidak hanya terbatas pada pemilik modal.

4.6.2 Faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan

Pengujian atas hipotesis kedua hingga kelima dilakukan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan emiten kelompok saham syariah. Berdasarkan hasil pengujian terhadap model penelitian dengan empat variabel independen yaitu ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, kualitas auditor laporan keuangan dan tingkat leverage dalam struktur modal perusahaan menunjukkan bahwa keempat variabel tersebut secara signifikan dapat menjelaskan sebanyak 20,8% variabilitas luas pengungkapan dalam laporan tahunan. Pada bagian selanjutnya akan dilakukan pembahasan terhadap pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap luas pengungkapan.

1. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap luas pengungkapan

Hipotesis yang dikembangkan adalah bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan luas pengungkapan. Variabel ukuran perusahaan dinyatakan dengan logaritma natural dari total aset perusahaan pada tanggal 31 Desember 2009. Berdasarkan hasil pengujian terhadap model sebagaimana dijelaskan pada bagian sebelumnya, diperoleh kesimpulan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap luas pengungkapan dalam laporan tahunan. Pengungkapan dalam laporan tahunan akan meningkat sejalan dengan bertambah besarnya perusahaan.

Terdapat beberapa penjelasan tentang hal tersebut, diantaranya adalah terkait dengan biaya yang timbul terkait pengungkapan. Suripto (1999) menggolongkan biaya tersebut menjadi biaya langsung dan tidak langsung. Biaya langsung adalah biaya yang terkait dengan upaya penyediaan informasi dari proses pengumpulan hingga kegiatan penyebaran. Sedangkan biaya tidak langsung adalah biaya yang timbul dari tindakan tidak menyediakan atau kurang mengungkapkan informasi. Biaya tersebut mencakup biaya litigasi dan *proprietary cost* dalam bentuk *competitive disadvantage* maupun *political cost*. Berdasarkan pertimbangan bisnis, pengungkapan yang lebih luas akan dilakukan sepanjang biaya langsung dipertimbangkan masih lebih rendah dari konsekuensi yang akan ditanggung sebagai biaya yang muncul dengan tidak mengungkap atau kurang melakukan pengungkapan.

Terkait dengan kemampuan internal perusahaan dalam menyediakan informasi, Meek, Roberts & Gray (1995) mengajukan argumentasi bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki kemampuan untuk merekrut karyawan yang lebih ahli sehingga meningkatkan kemampuan perusahaan untuk melakukan pengungkapan yang lebih luas (Fitrani : 2001). Hal ini sejalan dengan penjelasan motivasi pengungkapan sebagaimana dinyatakan dalam *Management Talent Signaling Hypothesis*, yang menjelaskan bahwa manajer yang berprestasi memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan prediksi laba perusahaan secara sukarela. Hal ini didasarkan pada pandangan bahwa nilai pasar perusahaan merupakan fungsi dari persepsi investor terhadap kemampuan manajemen untuk mengantisipasi dan merespon perubahan lingkungan ekonomi perusahaan.

Penjelasan lain mengenai hal ini adalah dari aspek stakeholders, ukuran perusahaan akan mempengaruhi luasnya *stakeholders* yang terkait. Sehingga perusahaan akan melakukan pengungkapan yang lebih luas untuk memenuhi kebutuhan informasi dari *stakeholders* yang beragam.

Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya yang menunjukkan konsistensi hasil bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan. Hal ini ditunjukkan dalam penelitian yang dilakukan Shingvi and Desai (1971), Surtoto (1999), Gunawan (2000), dan Marwata (2001).

2. Pengaruh kepemilikan saham publik terhadap luas pengungkapan

Berkaitan dengan kepemilikan saham, hipotesis yang diajukan adalah bahwa proporsi kepemilikan saham publik memiliki hubungan positif dengan luas pengungkapan. Hasil pengujian tidak berhasil membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara proporsi kepemilikan saham publik dengan luas pengungkapan dalam laporan tahunan. Hasil ini berbeda dengan penelitian Amalia (2005) yang menunjukkan bahwa luas pengungkapan terkait dengan proporsi kepemilikan saham publik sebagaimana hasil penelitian Cerf (1961), Singhvi dan Desai (1971). Hal tersebut kemungkinan disebabkan karena perbedaan sampel dan waktu penelitian, dimana penelitian Amalia (2005) dilakukan terhadap sampel perusahaan manufaktur dan pada waktu sebelum

terjadinya krisis keuangan sedangkan penelitian ini dilakukan terhadap saham yang termasuk dalam kelompok efek syariah dengan beragam jenis industri, dengan waktu penelitian adalah mencakup periode yang masih terimbas dengan krisis keuangan global. Secara umum kepemilikan saham publik pada perusahaan sampel menunjukkan rata-rata sebesar 32,9%. Nilai ini tergolong cukup kecil sehingga bisa terjadi kondisi ini yang menyebabkan rata-rata tingkat pengungkapan yang masih tergolong rendah yaitu rata-rata 46,5%. Bahkan untuk pengungkapan wajib berdasarkan release dari Bursa Efek Indonesia hanya terdapat satu emiten yang menyampaikan laporan tahunan sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

3. Pengaruh reputasi auditor laporan keuangan terhadap luas pengungkapan

Berdasarkan hipotesis yang diajukan, diyakini bahwa luas pengungkapan dipengaruhi oleh reputasi auditor yang memberikan jasa audit terhadap laporan keuangan perusahaan. Hasil pengujian terhadap model regresi memperlihatkan arah hubungan yang positif sesuai dengan prediksi, namun uji statistik tidak menunjukkan nilai yang signifikan. Hasil ini berbeda dengan penelitian Murwaningsari (2008) yang menunjukkan bahwa reputasi auditor memiliki pengaruh terhadap tingkat keluasan pengungkapan yang dilakukan perusahaan. Perbedaan ini mungkin disebabkan karena perbedaan sampel penelitian dan mekanisme pengukuran luas pengungkapan. Penelitian ini dilakukan pada sampel saham kelompok efek syariah sedangkan penelitian Murwaningsari (2008) dilakukan terhadap sampel perusahaan manufaktur. Luas pengungkapan dalam penelitian ini mencakup pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela, sedangkan penelitian Murwaningsari (2008) menggunakan ukuran pengungkapan sukarela.

4. Pengaruh tingkat leverage terhadap luas pengungkapan

Hipotesis mengenai hubungan positif antara tingkat leverage dan luas pengungkapan, dirumuskan berdasarkan pertimbangan bahwa semakin tinggi tingkat leverage perusahaan, semakin besar pula agency cost. Meek, Robert dan Gray (1955) memberikan argumen bahwa untuk memenuhi kebutuhan kreditur

jangka panjang perusahaan dituntut untuk melakukan pengungkapan yang lebih luas (Murwaningsari, 2008:8). Hasil pengujian menunjukkan arah hubungan sesuai dengan prediksi, namun uji statistik menunjukkan bahwa variabel leverage tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan. Hasil ini sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa tingkat leverage tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan. Hasil ini ditunjukkan dalam Fitriani (2001), Suripto (1998) dan Marwata (2001).

Penjelasan yang mungkin atas hasil ini adalah bahwa perusahaan diduga memiliki mekanisme lain untuk mengurangi *agency cost* selain dari pengungkapan informasi dalam laporan tahunan (Marwata, 2001).

Penjelasan terhadap motivasi dan hal yang melatarbelakangi pengungkapan yang lebih luas oleh perusahaan dirumuskan berdasarkan pendekatan perilaku organisasi. Jika ditelaah lebih dalam hal tersebut dirumuskan berdasarkan cara pandang materialisme dimana motivasi utama adalah optimalisasi hasil (*benefit*) terhadap biaya (*cost*).

Dalam perspektif syariah pengungkapan merupakan suatu kewajiban yang melekat di pihak manajemen baik sebagai pengelola maupun sebagai individu. Pengungkapan dalam laporan tahunan merupakan salah satu media untuk memenuhi kebutuhan dalam menjelaskan kepada semua pihak sejauh mana entitas telah memenuhi tanggung jawabnya kepada Allah SWT dan kepada pihak yang diperintahkan Allah SWT sesuai tujuan dan maksud yang telah digariskan syariah. Hal ini sesuai dengan ibadah theory yang menjelaskan bahwa pengungkapan yang lebih luas merupakan wujud transparansi dan akuntabilitas baik secara horizontal maupun secara vertikal (Harahap, 2008). Tinjauan atas aspek stakeholders dan faktor sumberdaya dalam penyediaan informasi merupakan penjelasan yang terdekat dengan konsep ibadah theory tersebut. Penyediaan informasi sesuai kebutuhan para stakeholders merupakan wujud akuntabilitas horizontal. Pertanggungjawaban horizontal tersebut merupakan jembatan bagi pertanggungjawaban yang vertikal atas amanah yang telah diberikan kepada manusia sebagai khalifah di dunia. Hal ini dijelaskan dalam antara lain dalam Qur'an dan Hadits berikut:

“Dia-lah yang menjadikan kamu khalifah-khalifah di muka bumi. Barangsiapa yang kafir, maka (akibat) kekafirannya menimpa dirinya

sendiri. Dan kekafiran orang-orang yang kafir itu tidak lain hanyalah akan menambah kemurkaan pada sisi Tuhannya dan kekafiran orang-orang yang kafir itu tidak lain hanyalah akan menambah kerugian mereka belaka.” (Qur’an Surah Faathir:39)

“Ketahuilah! Masing-masing kamu adalah pemimpin, dan masing-masing kamu akan dimintai pertanggungjawaban terhadap apa yang dipimpin.....”(Hadits Riwayat Bukhari & Muslim dari Sahabat Ibnu Umar RA)

Akuntabilitas tersebut selain berdimensi kolektif perusahaan sebagai entitas, memiliki dimensi pribadi dari pihak yang duduk pada jajaran pengurus perusahaan. Berdasarkan hal tersebut perlu dilakukan pengembangan penelitian untuk melihat pengaruh dari karakteristik pribadi pengurus perusahaan dan dampaknya terhadap luas pengungkapan. Faktor tersebut dapat mencakup aspek pemahaman nilai-nilai syariah, komposisi manajemen dari aspek latar belakang keilmuan, pengalaman dan visi misi dan keyakinan.

4.6.3 Dampak luas pengungkapan terhadap tingkat pengembalian saham

Penelitian dirancang untuk menganalisis hubungan antara luas pengungkapan dalam laporan tahunan dengan tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah. Selama ini informasi laba dianggap merupakan faktor utama yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Berdasarkan hal tersebut pengujian dilakukan untuk melihat dampak luas pengungkapan terhadap tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah dan bagaimana pola hubungan antara luas pengungkapan dalam laporan tahunan dengan kemampuan informasi laba dalam mempengaruhi tingkat pengembalian saham.

1. Luas pengungkapan dan tingkat pengembalian saham

Pengujian atas model regresi dengan interaksi menunjukkan bahwa luas pengungkapan memiliki dampak yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah yang diproxy dengan *cumulative abnormal return*. Luas pengungkapan dalam laporan tahunan secara bersama-sama dengan informasi laba dan variabel kontrol serta variabel interaksi mampu menjelaskan variasi *cumulative abnormal return* sebesar 12,5%. Hasil uji parsial terhadap variabel informasi laba dalam hal ini diproxy dengan *unexpected earnings*

menunjukkan bahwa informasi laba memiliki dampak yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham kelompok efek syariah. Hasil ini sesuai dengan hasil-hasil penelitian tentang hubungan antara *earnings-return*.

Uji parsial terhadap luas pengungkapan menunjukkan bahwa luas pengungkapan memiliki dampak positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Hasil ini membuktikan teori adanya hubungan antara positif antara pengungkapan dengan kinerja pasar perusahaan. Pengungkapan informasi dalam laporan tahunan yang dilakukan oleh perusahaan diharapkan dapat mengurangi asimetri informasi dan juga mengurangi *agency problems* (Healy dkk, 2001). Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Lang dan Lundholm (1993) yang menunjukkan bahwa pengungkapan yang lebih luas memiliki korelasi positif dengan return saham perusahaan sebagai proksi dari kinerja pasar. Lang dan Lundholm (1993) menggunakan korelasi antara *annual return* dan *earnings* sebagai proksi dari asimetri informasi. Sesuai dengan model *adverse selection* korelasi yang rendah mengindikasikan bahwa informasi *earnings* hanya memberikan sedikit informasi tentang nilai perusahaan, sehingga . Dengan kondisi tersebut, manajemen perusahaan yang memiliki korelasi *earnings-return* yang rendah cenderung untuk melakukan pengungkapan yang lebih luas untuk mengurangi insentif akuisisi dari informasi privat.

Hubungan positif antara luas pengungkapan dan *return* saham dapat terjadi karena efisiensi yang terjadi di pasar modal. Penelitian Botosan (1997), serta Botosan dan Plumlee (2000) menunjukkan bahwa pengungkapan yang lebih luas akan dapat menurunkan *cost of equity capital*. Konsekuensi dari hal tersebut adalah bahwa biaya modal yang rendah akan menaikkan harga saham, sehingga meningkatkan potensi *return* bagi para investor. Fishman dan Hagerty (1989) menunjukkan bahwa pengungkapan yang lebih luas akan berdampak pada peningkatan efisiensi harga dan efisiensi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Tercapainya efisiensi tidak terlepas dari dampak domino dari ketersediaan informasi yang lebih luas di pasar. Pengungkapan yang lebih luas akan berdampak pada akurasi *forecast* laba masa depan. Penelitian Lang dan Lundholm (1996) menunjukkan bahwa pengungkapan yang lebih luas akan meningkatkan kualitas

forecast, kurangnya dispersi antara para analis dan menurunkan tingkat revisi *forecast*. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa seberapa besar analis tertarik pada perusahaan dengan kualitas pengungkapan yang lebih baik, sehingga pengungkapan yang lebih luas akan meningkatkan kualitas informasi kepada publik dengan bantuan para analis tersebut. Sejalan dengan hal tersebut Gelb dan Zarowin (2000) menunjukkan bahwa pengungkapan yang lebih luas akan meningkatkan keinformatifan harga saham dalam memprediksi laba masa depan.

Sebagaimana dijelaskan dalam batasan penelitian bahwa penelitian ini dilakukan terhadap portofolio saham yang termasuk dalam daftar efek syariah. Sebagaimana diketahui perkembangan instrumen investasi berbasis syariah terus berkembang, dan salah satu bentuk pengelolaan investasi yang dilakukan oleh manajer investasi berbasis syariah adalah penempatan dalam saham yang termasuk dalam daftar efek syariah. Tingkat pengembalian yang menunjukkan hubungan positif dengan luas pengungkapan menunjukkan secara tidak langsung bahwa investor yang melakukan transaksi atas saham portofolio efek syariah secara umum menggunakan informasi dalam laporan tahunan untuk memperhatikan aspek-aspek fundamental perusahaan. Pengambilan keputusan investasi dilakukan dengan dengan hati-hati dengan perbandingan antar pilihan yang terbatas hanya pada portofolio saham syariah. Kondisi ini akan mendorong persaingan yang sehat antar manajer investasi untuk mengembangkan portofolio yang paling optimal. Prinsip kehati-hatian dan kecukupan informasi sebagai landasan dalam pengambilan keputusan merupakan cerminan dari pelaksanaan prinsip-prinsip syariah Islam sebagaimana dijelaskan dalam Al Qur'an : "Hai orang-orang yang beriman, jauhilah kebanyakan dari prasangka, sesungguhnya sebagian prasangka itu adalah dosa.....".(Al Hujurat:12). Walaupun pembuktian tentang hal ini perlu dilakukan penelitian tersendiri, namun setidaknya pola hubungan ini menarik untuk diperbandingkan dengan kondisi yang sama pada portofolio diluar efek syariah, untuk mendapatkan pemahaman mengenai perbedaan perilaku para investor pada kedua portofolio tersebut.

Bagi para emiten hasil ini memberikan stimulasi bahwa pengungkapan yang memadai atas aspek pengelolaan usaha dan rencana manajemen sebagai wujud dari transparansi dan akuntabilitas bukan sesuatu hal yang perlu ditakuti

sepanjang pengelolaan bisnis dan aspek produksi dilakukan dengan cara-cara yang sesuai dengan syariah. Pengungkapan yang lebih luas akan mendorong peningkatan nilai perusahaan dan bagi investor meningkatkan potensi meraih return yang lebih tinggi. Kondisi ini dapat diterjemahkan sebagai salah satu wujud dari janji Allah SWT dan RasulNya bahwa Allah SWT akan memberi keberkahan pada transaksi usaha yang dilandasi dengan transparansi dan sikap keridhaan, sebagaimana dijelaskan dalam beberapa hadits berikut:

”Rasulullah pernah melalui satu timbunan (biji-bijian) makanan, lalu Beliau memasukkan tangannya dan basah. Beliau lantas berkata, “Apa ini hai penjual makanan?” Penjual menjawab, “Kena hujan ya Rasulullah!”. Rasulullah kembali bertanya, “Mengapa engkau tidak taruh ini di sebelah atas supaya orang-orang dapat melihat? Barangsiapa menipu, maka bukan dari golonganku!” (HR Muslim dari Abu Hurairah)

“Penjual dan pembeli keduanya bebas memilih selagi keduanya belum berpisah. Jika mereka jujur dan jelas maka diberkahilah (oleh Allah) jual belinya itu. Tetapi jika mereka menyembunyikan cacat dan dusta, maka terhapuslah keberkahan jual beli itu.” (HR Bukhari-Muslim)

2. Dampak luas pengungkapan terhadap *earnings response coefficient*

Dalam model penelitian digunakan variabel interaksi untuk menguji hubungan antara luas pengungkapan dengan *earnings response coefficient*. Hal ini dikembangkan berdasarkan kerangka pemikiran bahwa harga saham ditentukan oleh keinformatifan informasi laba dalam memprediksi nilai perusahaan, sehingga peningkatan luas pengungkapan akan mempengaruhi fungsi informasi laba dalam penilaian perusahaan. Hipotesis dirumuskan bahwa luas pengungkapan dalam laporan tahunan memiliki dampak negatif terhadap *earning response coefficient*. Pengujian terhadap model regresi dengan interaksi menunjukkan arah hubungan negatif antara luas pengungkapan dengan *earnings response coefficient*. Hal ini sesuai dengan prediksi, yaitu keberadaan pengungkapan laporan tahunan yang lebih luas akan menurunkan kejutan yang ditimbulkan oleh informasi laba. Namun hasil uji statistik menunjukkan bahwa pola hubungan tersebut tidak signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Adhariani (2004) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara luas pengungkapan sukarela dengan *current earning response coefficient*. Namun hasil sebaliknya ditunjukkan oleh penelitian Sayekti dan Wondabio (2007) yang

menunjukkan bahwa luas pengungkapan aspek *corporate social responsibility* berpengaruh negatif terhadap *earning response coefficient*. Perbedaan ini diduga disebabkan antara lain karena perbedaan dalam pendekatan perhitungan luas pengungkapan, besaran sampel serta waktu pengujian.

Dalam penelitian ini terlihat signifikansi variabel informasi laba dalam mempengaruhi nilai *cumulative abnormal return*. Secara umum hasil pengujian menunjukkan bahwa kedua variabel independen yang menjadi fokus penelitian ini yaitu luas pengungkapan dan informasi laba, memiliki dampak yang signifikan terhadap besaran *cumulative abnormal return* saham syariah. Kondisi ini mengindikasikan adanya rasionalitas dari investor dalam mensikapi kedua informasi tersebut. Selain itu hal ini menunjukkan keseimbangan antara faktor kuantitatif yang bersifat materi dengan faktor kualitatif berupa pengungkapan dalam laporan tahunan dalam mempengaruhi tingkat pengembalian. Hasil ini dapat pula menunjukkan indikasi bahwa investor mengapresiasi pengungkapan yang dilakukan emiten. Dengan karakteristik investor tersebut diyakini bahwa kelompok investor pada efek syariah tidak mudah untuk dipengaruhi oleh informasi yang bersifat *issue* atau *noise* di pasar modal yang sangat berperan dalam praktik untuk mencari keuntungan *capital gain* dalam jangka pendek.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian terhadap variabel-variabel penelitian serta pembahasan atas hasil penelitian dalam bagian sebelumnya, berikut akan dijelaskan simpulan hasil penelitian serta keterbatasan dan saran untuk pengembangan penelitian selanjutnya.

5.1 Kesimpulan

Penelitian ditujukan untuk melakukan pengujian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan serta dampak luas pengungkapan tersebut terhadap tingkat pengembalian saham dalam daftar efek syariah. Penelitian dilakukan terhadap sampel laporan tahunan 2009 dari 72 perusahaan yang sahamnya termasuk dalam daftar efek syariah sebagaimana ditetapkan oleh Bapepam-LK pada untuk periode Juni 2010.

Berdasarkan hasil analisis terhadap empat faktor yang diduga mempengaruhi tingkat keluasan pengungkapan serta dampak dari tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan 2009 terhadap tingkat pengembalian saham dan *earnings response coefficient*, dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Tingkat pengungkapan dalam laporan tahunan emiten masih relatif rendah, yang ditunjukkan dengan nilai rata-rata indeks pengungkapan sebesar 0,465. Secara umum rendahnya tingkat pengungkapan di Bursa Efek Indonesia sejalan dengan hasil penelitian Adhariani (2004), Amalia (2005) dan Sayekti & Wondabio (2007).
2. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam hal tingkat keluasan pengungkapan laporan tahunan antara perusahaan dalam kelompok industri *high-profile* dengan perusahaan *low-profile*. Namun untuk item pengungkapan aspek sosial mengenai tenaga kerja, pelestarian lingkungan dan pengembangan masyarakat, perusahaan dalam industri *high-profile*, melakukan pengungkapan yang lebih luas dibandingkan industri *low-profile*.

3. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan, sedangkan tiga variabel lain yaitu proporsi kepemilikan saham publik, reputasi auditor laporan keuangan dan tingkat *leverage* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap luas pengungkapan dalam laporan tahunan emiten saham syariah.
4. Luas pengungkapan dalam laporan tahunan memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap tingkat pengembalian portfolio saham syariah.
5. Penelitian tidak dapat membuktikan adanya hubungan antara tingkat keluasan pengungkapan dalam laporan tahunan terhadap nilai *earnings response coefficient* dalam mempengaruhi tingkat pengembalian portfolio saham syariah.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini tidak lepas dari banyak keterbatasan sehingga perlu dilakukan penyempurnaan dan pengembangan dalam penelitian berikutnya di bidang pasar modal. Hal tersebut adalah sebagai berikut:

1. Pemilihan terhadap faktor diduga mempengaruhi luas pengungkapan belum memperhitungkan faktor yang dikembangkan berdasarkan konsep pelaporan dalam pandangan syariah. Untuk pengembangan penelitian berikutnya dapat dilakukan pengujian terhadap faktor karakteristik individu dari pengurus organisasi seperti latar belakang budaya, pemahaman terhadap konsep syariah dan lainnya.
2. Perhitungan tingkat pengembalian saham dalam model yang diajukan pada penelitian ini menggunakan indeks pasar sebagai ukuran *benchmark expected return*, sedangkan portfolio saham yang diteliti adalah portfolio saham perusahaan yang termasuk dalam daftar efek syariah yang diyakini memiliki karakteristik investor yang spesifik. Untuk pengembangan penelitian di kemudian hari disarankan untuk menggunakan indeks saham kelompok syariah yang telah dibuat oleh Bursa Efek Indonesia sejak Mei 2011.

3. Penelitian ini hanya dilakukan terhadap portfolio saham yang termasuk dalam kelompok efek syariah. Untuk melihat perbandingan perilaku investor dan perusahaan emiten secara komprehensif, disarankan untuk melakukan penelitian dengan membandingkan portfolio saham kelompok efek syariah dengan saham perusahaan yang tidak termasuk dalam daftar efek syariah.
4. Model yang diajukan dalam penelitian memiliki tingkat adjusted R^2 yang rendah, yang berarti masih terdapat beberapa faktor yang belum diperhitungkan dalam model. Terkait dengan hal tersebut disarankan untuk pengembangan penelitian selanjutnya dengan menambahkan beberapa variabel kontrol dalam model.

Selain pengembangan dalam penelitian berikutnya, berdasarkan hasil penelitian ini dapat disampaikan saran kepada pelaku pasar di bursa efek adalah:

1. Kepada pihak manajemen perusahaan agar tidak ragu untuk meningkatkan kualitas pengungkapan baik untuk aspek-aspek usaha dan aspek tanggung jawab sosial perusahaan, karena hal tersebut dapat membantu investor untuk melakukan penilaian yang optimal tentang perusahaan.
2. Para investor agar tidak ragu untuk terus mengapresiasi pengungkapan yang lebih luas yang dilakukan oleh perusahaan, tentu dengan tetap memperhatikan data dan informasi lainnya sebagai konfirmasi.

DAFTAR REFERENSI

- Al-Qur'an dan Al-Hadist.
- Adhariani, D. 2005. Tingkat keluasaan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan dan hubungannya dengan current earnings response coefficient (ERC). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, vol.2 No.1, 24-57.
- Akerlof, G.A. 1970. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 8, No.3, 488-500
- Amalia, D. 2005. Faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) pada laporan tahunan perusahaan yang tercatat di bursa efek jakarta. *Jurnal Akuntansi Pemerintah*. Vol.1. No. 2
- Ball, R., & Brown, P. 1968. An empirical of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*. Vol. 6, No. 2, 159-178
- Ball, R., & Kothari, S.P. 1991. Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review*. Vol. 66. No. 4, 718-738
- Baydoun, N., & Willet, R. 2000. Islamic corporate reports. *ABACUS*. Vol. 36, No.1, 71-90.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. 2003. *Investments (fifth edition)*, Irwin McGraw-Hill
- Botosan, C.A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, Vol.72, No.3, 323-349
- Botosan, C.A., & Plumlee, M.A. 2002. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, Vol.40 No.1, 21-40
- Bushee, B.J., & Noe, C.F. 1999. *Disclosure quality, institutional investor & stock return volatility*. <http://papers.ssrn.com>
- Chambers, A.E., & Penman, S.H. 1984. Timeliness of reporting and stock price relation to earnings announcement. *Journal of Accounting Research*, Vol. 22. No.1, 21-47.
- Chang, M., D'Anna, G., Watson, I., & Wee, M. 2008. Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? *Australian Journal of Management*. Vol. 33. No. 2, 375 – 390.

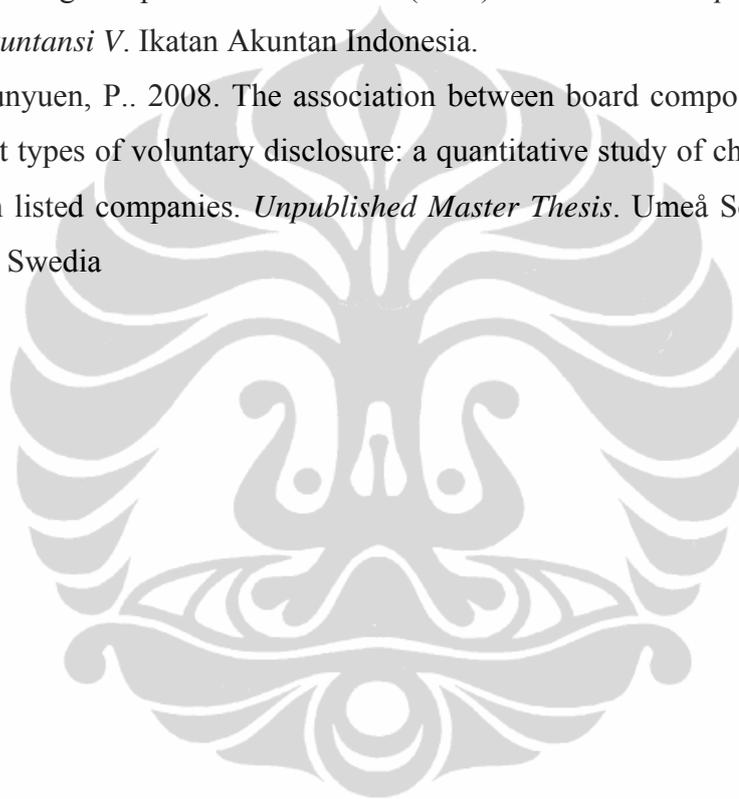
- Cheng, E.C.M., & Courtenay, S.M. 2006. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, Vol. 41. No. 3, 262-289.
- Clinch, G., & Verrecchia, R.E. 1997. Competitive disadvantage and discretionary disclosure in industries. *Australian Journal of Management*, Vol. 22. No. 2, 125–138.
- Craig, R., & Diga, J. 1998. Corporate accounting disclosure in ASEAN. *Journal of International Financial Mangement and Accounting*, 9: 3, 246-274.
- Damodaran, A. 2002. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset (second edition)*. John Wiley & Sons, Inc. Canada.
- Dedman, E., Lin, S.W.J., Prakash, A.J., & Chang, C.H. 2007. *Voluntary disclosure and its impact on shares prices: evidence from the uk biotechnology sector*. <http://papers.ssrn.com>
- Dewan Syariah Nasional-MUI. 2011. Fatwa dsn nomor:80/dsn-mui/iii/2011 tentang *penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek*, 8 Maret 2011
- Dhaliwal, D.S. & Reynolds, S.S. 1994. The effect of the default risk of debt on the earnings response coefficient. *The Accounting Review*. Vol. 69. No. 2, 412-419.
- Dye, R.A., 1998. Investor sophistication and voluntary disclosures. *Review of Accounting Studies*. Vol. 3, 261-287.
- Fah, C.F., Mohd, S., & Nasir, A. 2008. Earnings announcements: the impact of firm size on share prices. *Journal of Money, Investment & Banking*, Issue-3, 36-46.
- Fama, E.F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, Vol. 88. No. 2, 288–307
- Fama, E.F. 1998. Market efficiency, long-term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283–306.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1978. *statement of financial accounting concept no. 1: objectives of financial reporting by business enterprises*.

- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1980. *statement of financial accounting concept no. 2: qualitative characteristics of accounting information.*
- Fishman, M.J., Hagerty, K.M.1989. Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency. *The Journal of Finance*. Vol. 44 No. 3, 633-646.
- Fitriany. 2001. Signifikansi perbedaan tingkat kelengkapan pengungkapan wajib dan sukarela pada laporan keuangan perusahaan publik yang terdaftar di bursa efek jakarta, *Makalah Simposium Nasional Akuntansi IV*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Francis, J.R., Khurana, I.K., & Pereira, R. 2003. *Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and effect on cost of capital.* <http://papers.ssrn.com>
- Gelb, D., & Zarowin, P. 2002. Corporate disclosure and informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7, 33-52.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S., 1995. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of uk disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.8, No.2, 47-77.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometric, fourth edition*. The McGraw-Hill Companies
- Gunawan, Y. 2000. Analisis pengungkapan informasi laporan tahunan pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek jakarta. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Hackston, D., & Milne, M.J. 1996. Some determinants of social and environmental disclosures in new zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.9, No. 1, 77-108.
- Haniffa, R., & Cooke, T. 2000. Culture, corporate governance & disclosure in malaysian corporations. *Asian AAA World Conference*, Singapore.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. 2004. Disclosure practices of islamic financial institutions: an explanatory study. *Accounting, Commerce & Finance. The Islamic Perspective International Conference V*, Brisbane Australia.

- Harahap, S.S. 2002. The disclosure of islamic values-annual report the analysis of bank muamalat indonesia's annual report. *IQTISAD Journal of Islamic Economics*, Vol3, No.1, 33-45.
- Harahap, S.S. 2008. *Teori akuntansi* (Ed.Ravisi-10). Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Healy, P.M., & Palepu, K.G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 405–440.
- Henderson, S., Pearson, G., & Harris, K. 2004. *Financial accounting theory*. Pearson Education Australia.
- Holthausen, R.W., & Verrecchia, R.E. 1988. The effect of sequential information release on the variance of price changes in an intertemporal multi-asset market. *Journal of Accounting Research*, Vol.26, No.1, 82-106.
- Indrawati, N. 2009. Pengungkapan corporate social responsibility (csr) dalam annual report serta pengaruh political visibility dan economic performance. *Pekbis Journal*, Vol.1, No.1, 1-11.
- Kim, O., & Verrecchia, R.E., 1991. Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol.29. No.2, 302–321.
- Lang, M., & Lundholm, R. 1993. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31. No. 2, 246-271.
- Meek, G.K., Roberts, C.B., & Gray, S.J. 1995. Factors influencing voluntary annual report disclosures by u.s., u.k. and continental european multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, No. 3, 555-572.
- Mirza, M.& Baydoun, N. 1999. Accounting policy choice in an interest-free environment. <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/>
- Murwaningsari, E. 2008. Pengujian simultan: beberapa faktor yang mempengaruhi earnings response coefficient (ERC). *Makalah Simposium Nasional. Akuntansi XI*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Nachrowi, D.N., & Usman, H. 2006. *Pendekatan populer dan praktis ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Jakarta: LP-FEUI.

- Organisation For Economic Co-Operation And Development (OECD). 2004. *Principles of corporate governance*
- Othman,R., Thani, A.M., & Ghani, E.K. 2009. Determinants of islamic social reporting among top shariah-approved companies in bursa malaysia. *Research Journal of International Studies-Issue 12*, 4-20.
- Plumlee, M., Brown, D., & Marshall, R.S. 2008. *The impact of voluntary environmental disclosure quality on firm value*. <http://papers.ssrn.com>
- Rahman, F. 2009, 16 April. Harga saham melonjak, BEI suspend BYAN dan OKAS. *Kontan*. <http://investasi.kontan.co.id/read/investasi/11847/>
- Rahmawati. 2005. Relevansi nilai earnings dengan pendekatan terintegrasi: hubungan nonlinier. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, Vol.9, No.1, 45-59.
- Sayekti, Y., & Wondabio, L.S. 2007. Pengaruh CSR disclosure terhadap earnings response coefficient. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi X*. Ikatan Akuntan Indonesia
- Schadewitz, H.J., & Blevins, D.R..1997. *From disclosure indices to business communication: a review of the transformation*. <http://www.westga.edu/~bquest/1997/disclosu.html>
- Scott, W. R. 2003. *Financial accounting theory*, (3rd edition). Prentice Hall,Inc.
- Sengupta, P. 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, vol. 73 No.4, 459 – 474
- Simanjuntak, B., & Widiastuti, L. 2004. Faktor-faktor yang mempengaruhi kelengkapan pengungkapan laporan keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol.7 no.3, 351-366.
- Suripto, B. 1999. Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi II*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Telaumbanua, B.I.K., & Sumiyana. 2008. Event Study: Pengumuman Laba Terhadap Reaksi Pasar Modal (Study Empiris Bursa Efek Indonesia 2004-2006). *Jurnal Manajemen Teori & Terapan*. Vol.1, No.3, 206-227.

- Utama, S. May, 2003. Corporate governance disclosure and its evidence in indonesia, part 2. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXII, 11-15.
- Verrecchia, R.E. 2001. Essays in disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 32, 97-180.
- Watts, R.L., & Zimmerman, J.R. 1990. Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting Review*, Vol. 65 No. 1, 131–156.
- Widiastuti, H. 2002. Pengaruh luas ungkapan sukarela dalam laporan tahunan terhadap earning response coefficient (ERC). *Makalah Simposium Nasional Akuntansi V*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Zhou, M.M., Panbunyuen, P.. 2008. The association between board composition and different types of voluntary disclosure: a quantitative study of chinese and swedish listed companies. *Unpublished Master Thesis*. Umeå School of Business. Swedia



Lampiran 1

Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No	Nama	Industri	Alamat
1	Bisi International Tbk	Pertanian	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
2	Astra Agro Lestari Tbk	Perkebunan	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
3	BW Plantation Tbk	Perkebunan	Mulyamin Sensi Suryanto
4	Gozco Plantations Tbk	Perkebunan	HLB: Hadori Sugianto Adi & Rekan
5	PP London Sumatera Tbk	Perkebunan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
6	Sampoerna Agro Tbk	Perkebunan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
7	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	Perkebunan	MAZAR Tjiendradjaja & Handoko Tomo
8	Darma Henwa Tbk	Pertambangan	MAZAR Tjiendradjaja & Handoko Tomo
9	Indo Tambangraya Megah Tbk	Pertambangan	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
10	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	Pertambangan	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
11	Elusa Tbk	Peminyakan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
12	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Pertambangan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
13	International Nickel Indonesia Tbk	Pertambangan	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
14	Timah Tbk	Pertambangan	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
15	Central Korporindo Internasional Tbk	Pertambangan	Rasin, Ichwan & Rekan
16	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	Semen	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
17	Holcim Indonesia Tbk	Semen	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
18	Semen Gresik (Persero) Tbk	Semen	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
19	Gunawan Dianjaya Steel Tbk	Industri logam	HLB: Hadori Sugianto Adi & Rekan
20	Jaya Pari Steel Corp. Ltd. Tbk	Industri logam	Aryanto, amir Jusuf & Mawar
21	Pelet Timah Nusantara Tbk	Industri logam	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
22	Barito Pacific/Barito Pacific Timber Tbk	Kimia	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
23	Ekadharma International Tbk	Kimia	Tjahjadi, Pradhono & Teramihardja
24	Eterindo Wahanatama Tbk	Kimia	Aryanto, amir Jusuf & Mawar
25	Sorini Agro Asia Corporation Tbk	Kimia	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
26	Indo Acidatama Tbk	Kimia	Aryanto, amir Jusuf & Mawar
27	Asiaplast Industries Tbk	Plastik	Tanubrata Sutanto & Rekan
28	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Makanan Hewan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
29	Astra International Tbk	Otomotif	PWC - Haryanto Sahari & Rekan

Lampiran 1
Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No.	Nama Perusahaan	Industri	Alamat
30	Multistrada Arah Sarana Tbk	Otomotif	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
31	Selamat Sempurna Tbk	Otomotif	Tjahjadi, Pradhono & Teramihardja
32	Kimia Farma Tbk	Farmasi	Rama Wendra
33	Kaibe Farma Tbk	Farmasi	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
34	Tempo Scan Pacific Tbk	Farmasi	Tanubrata Sutanto & Rekan
35	Mustika Ratu Tbk	Kosmetik	Kosasih & Nuriyaman
36	Unilever Indonesia Tbk	Kosmetik	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
37	Alam Sutera Realty Tbk	Property & Real Estate	Paul Hadiwinata, Hidayat Arsono Ade Fatma & Rekan
38	Bumi Citra Permai Tbk	Property & Real Estate	Jamaliudin Aria Sukimto & Rekan
39	Bukit Dermo Property Tbk	Property & Real Estate	HLB: Hadori Sugiaro Adi & Rekan
40	Sentul City Tbk	Property & Real Estate	Tanubrata Sutanto & Rekan
41	Bumi Serpong Damai Tbk	Property & Real Estate	Molyamin Sensi Sutanto (Moore stepen)
42	Ciputra Development Tbk	Property & Real Estate	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
43	Ciputra Surya Tbk	Property & Real Estate	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
44	Intiland Development /Dharmala Intiland Tbk	Property & Real Estate	Molyamin Sensi Sutanto (Moore stepen)
45	Lippo Karawaci Tbk	Property & Real Estate	RSM Aryanoto, Amir Jusuf, Mawar & Saptoto
46	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Property & Real Estate	Anwar & Rekan
47	Summarecon Agung Tbk	Property & Real Estate	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
48	Duta Greha Indah Tbk	Konstruksi	Johan Malonda Astika & Rekan
49	Total Bangun Persada Tbk 3.	Konstruksi	RSM Aryanoto, Amir Jusuf, Mawar & Saptoto
50	Wijaya Karya (Persero) Tbk	Konstruksi	Pieter, Uways & Rekan
51	Telekomunikasi Indonesia Tbk	Telekomunikasi	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
52	Asia Natural Resources /Asia Grain International Tbk	Perdagangan	Moch. Zainuddin
53	Tiwira Insanlestari Tbk	Perdagangan	BWP
54	Tunas Ridean Tbk	Perdagangan	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
55	United Tractors Tbk	Perdagangan	PWC - Haryanto Sahari & Rekan
56	Catur Sentosa Adiprana Tbk	Perdagangan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
57	Hotel Sahid Jaya Tbk	Hotel & Pariwisata	TPT-MORIS :Tjahjadi, Pradhono & Teramihardja
58	Media Nusantara Citra Tbk	Printing, advertising & Med	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
59	Astra Graphia Tbk	Komputer	PWC - Haryanto Sahari & Rekan

Lampiran 1
Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No	Nama	Industri	Auditor
60	Metrodata Electronics Tbk	Investasi	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
61	Global mediakom/Bimantara Citra Tbk	Printing, advertising & Med	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
62	Royal Oak Development Asia/Roda Panggon Harapan Tbk	Property & Real Estate	Rama Wendra
63	Trada Maritime Tbk	Transportasi	Mulyamin Sensi Suryanto
64	Intraco Penta Tbk	Perdagangan	Mulyamin Sensi-Suryanto
65	Multi Indocitra Tbk	Perdagangan	Johan Malonda Astika & Rekan
66	Mitra Adiperkasa Tbk	Perdagangan	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
67	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Perdagangan	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
68	Bayu Buana Tbk	Hotel & Pariwisata	RSM Aryanto, Amir Jusuf, Mawar & Saptoto
69	Mas Mumi Indonesia Tbk	Hotel & Pariwisata	Supoyo, Edi & Rekan
70	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	Hotel & Pariwisata	RSM Aryanto, Amir Jusuf, Mawar & Saptoto
71	Surya Citra Media Tbk	Printing, advertising & Med	EY- Purwanto, Sarwoko & Sandjaja
72	Tempo Inti Media Tbk	Printing, advertising & Med	drs Bernardi & Rekan

Lampiran 1
Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No.	Nama	EC	EMBY	CAR	UE	DISC	DISC6%	PUB	SIZE
1	Bisi International Tbk	1,412	0.1488	(0.6961)	0.4423	0.1667	37.48%	27.976028	
2	Astra Agro Lestari Tbk	7,571	(0.2989)	(0.2271)	0.4423	0.3889	20.32%	29.655346	
3	BW Plantation Tbk	1,623	0.2650	0.0567	0.4038	0.4444	15.00%	28.115297	
4	Gozco Plantations Tbk	1,993	(0.1769)	0.2352	0.3654	0.3889	20.00%	28.320662	
5	PP London Sumatera Tbk	4,852	(0.0727)	(0.2250)	0.4808	0.3333	35.58%	29.210412	
6	Sampoerna Agro Tbk	2,262	0.0207	(0.2476)	0.6154	0.5556	21.64%	28.44727	
7	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	5,072	(0.4912)	(0.3809)	0.4615	0.5000	72.38%	29.254756	
8	Darma Henwa Tbk	4,380	(0.7502)	(0.8193)	0.3846	0.2778	49.61%	29.103493	
9	Indo Tambangraya Megah Tbk	11,306	(0.0591)	0.2818	0.5577	0.4444	26.28%	30.056355	
10	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	8,079	(0.0364)	0.4228	0.6923	0.7222	34.98%	29.720289	
11	Elusa Tbk	4,210	(0.6705)	0.5316	0.6731	0.5556	20.26%	29.068484	
12	Aneka Tambang (Persero) Tbk	9,940	(0.2674)	(0.6571)	0.5192	0.6111	35.00%	29.927588	
13	International Nickel Indonesia Tbk	19,224	(0.2048)	(0.5152)	0.6154	0.6667	20.14%	30.587181	
14	Timah Tbk	4,856	(0.0246)	(0.6874)	0.5769	0.5556	9.70%	29.211236	
15	Central Korporindo Internasional Tbk	878	0.3809	1.5841	0.1731	0.0000	48.65%	27.500912	
16	Indocement Tunggal Prakasa Tbk	13,276	(0.0938)	0.5014	0.5577	0.6667	35.97%	30.216979	
17	Holcim Indonesia Tbk	7,265	(0.2580)	0.2300	0.2692	0.0000	19.36%	29.614089	
18	Semen Gresik (Persero) Tbk	12,951	(0.0029)	0.3200	0.5769	0.5000	24.09%	30.192194	
19	Gunawan Dianjaya Steel Tbk	971	0.3160	0.4100	0.3077	0.1111	4.39%	27.601592	
20	Jaya Pari Steel Corp. Ltd. Tbk	354	0.8683	(0.0794)	0.4808	0.3333	16.05%	26.592563	
21	Peiat Timah Nusantara Tbk	608	0.1029	0.5400	0.5962	0.6111	20.00%	27.133441	
22	Barito Pacific/Barito Pacific Timber Tbk	16,375	(0.2645)	1.6094	0.4231	0.3889	27.38%	30.426777	
23	Ekadhama International Tbk	185	0.5783	1.7097	0.3462	0.1111	12.00%	25.829211	
24	Eterindo Wahanatama Tbk	536	(0.2089)	0.8718	0.4615	0.3889	15.00%	27.0074	
25	Sorini Agro Asia Corporation Tbk	1,263	0.4615	0.2100	0.4615	0.3889	12.42%	27.884511	
26	Indo Acidatama Tbk	414	(0.3830)	(0.3581)	0.3846	0.2778	22.00%	26.749132	
27	Asiaplast Industries Tbk	302	(0.0878)	0.4969	0.3654	0.2778	38.47%	26.433693	
28	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	5,349	1.2872	1.1450	0.5192	0.3333	44.55%	29.307931	
29	Astra International Tbk	88,938	0.0904	0.0741	0.6731	0.5556	49.85%	32.118961	

Lampiran 1

Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No	Nama	Industri	Manajemen
60	Metrodاتا Electronics Tbk	Investasi	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
61	Global mediakom/Bimantara Citra Tbk	Printing, advertising & Med	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
62	Royal Oak Development Asia/Roda Pangan Harapan Tbk	Property & Real Estate	Rama Wendra
63	Trada Maritime Tbk	Transportasi	Mulyamin Sensi Suryanto
64	Intraco Pantia Tbk	Perdagangan	Mulyamin Sensi Suryanto
65	Multi Indocitra Tbk	Perdagangan	Johan Malonda Astika & Rekan
66	Mitra Adiperkasa Tbk	Perdagangan	DT- Osman Bing Satrio & Rekan
67	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Perdagangan	EY- Puwantonno, Sarwoko & Sandjaja
68	Bayu Buana Tbk	Hotel & Pariwisata	RSM Aryanto, Amir Jusuf, Mawar & Saptoto
69	Mas Murni Indonesia Tbk	Hotel & Pariwisata	Supoyo, Edi & Rekan
70	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	Hotel & Pariwisata	RSM Aryanto, Amir Jusuf, Mawar & Saptoto
71	Surya Citra Media Tbk	Printing, advertising & Med	EY- Puwantonno, Sarwoko & Sandjaja
72	Tempo Inti Media Tbk	Printing, advertising & Med	drs Bernardi & Rekan

Lampiran 1

Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No	Nama	As. (Mily. Rp)	CAR	UE	DISC	DISC-0	ROE	SIZE
30	Multistrada Arah Sarana Tbk	2,536	0.0850	0.3085	0.4808	0.3889	56.88%	28.561609
31	Selamat Sempurna Tbk	942	(0.2239)	(0.1088)	0.4231	0.3889	41.87%	27.571271
32	Kimia Farma Tbk	1,593	0.1643	0.0458	0.6154	0.4444	9.97%	28.077628
33	Kalbe Farma Tbk	6,482	0.4263	0.3703	0.6923	0.5556	43.28%	29.50005
34	Tempo Scan Pacific Tbk	3,263	0.7324	0.2200	0.5385	0.3889	71.00%	28.813668
35	Mustika Ratu Tbk	366	0.0777	0.6424	0.5577	0.4444	19.73%	26.625899
36	Unilever Indonesia Tbk	7,485	0.0056	0.2284	0.5769	0.5556	15.00%	29.643922
37	Alam Sutera Realty Tbk	3,560	0.4431	1.0013	0.4231	0.1111	24.88%	28.900782
38	Burni Citra Pemas Tbk	167	(0.5228)	1.8927	0.3269	0.2222	41.97%	25.84126
39	Bukit Darmo Property Tbk	861	(0.2948)	(1.5845)	0.2500	0.1111	32.75%	27.48136
40	Sentul City Tbk	2,784	(0.0663)	1.0500	0.4808	0.4444	46.46%	28.65491
41	Bumi Serpong Damai Tbk	4,593	0.3162	0.1079	0.4423	0.3333	10.00%	29.155555
42	Ciputra Development Tbk	8,554	(0.0911)	(0.4194)	0.5000	0.3889	61.10%	29.77742
43	Ciputra Surya Tbk	2,269	(0.4093)	(0.6800)	0.3077	0.1667	37.74%	28.45036
44	Intiland Development /Dharmala Intiland Tbk	2,140	(0.6909)	0.4985	0.3846	0.2778	56.50%	28.391827
45	Lippo Karawaci Tbk	12,128	(0.1041)	0.0328	0.4038	0.2778	61.16%	30.126538
46	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	119	0.0985	(1.4851)	0.4615	0.3333	35.57%	25.502389
47	Summarecon Agung Tbk	4,460	0.1785	0.4415	0.3462	0.1111	64.47%	29.12617
48	Duta Graha Indah Tbk	1,495	0.1895	0.0638	0.5962	0.4444	32.71%	28.033147
49	Total Bangun Persada Tbk 3.	1,290	0.3615	0.6946	0.5962	0.3889	30.40%	27.885663
50	Wijaya Karya (Persero) Tbk	5,701	0.4961	0.6843	0.6346	0.5556	33.45%	29.371663
51	Telekomunikasi Indonesia Tbk	197,560	(0.3455)	0.0133	0.6346	0.6111	47.50%	32.917063
52	Asia Natural Resources /Asia Grain International Tbk	75	(0.7207)	0.0539	0.3269	0.1667	49.30%	25.040754
53	Triwira Insanlestari Tbk	271	(0.5035)	(0.9300)	0.2115	0.0000	18.96%	26.325385
54	Tunas Ridean Tbk	1,771	(0.0223)	(0.5101)	0.3077	0.1667	12.33%	28.202565
55	United Tractors Tbk	24,405	(0.0717)	0.2429	0.5385	0.4444	40.50%	30.825809
56	Catur Sentosa Adiprana Tbk	1,386	(0.1752)	(0.5475)	0.4038	0.0556	47.68%	27.957443
57	Hotel Sahid Jaya Tbk	711	0.3675	(0.0714)	0.4423	0.1667	3.41%	27.289938
58	Media Nusantara Citra Tbk	7,641	1.1402	(0.0579)	0.5577	0.3889	14.50%	29.66455
59	Astra Graphia Tbk	775	0.5020	0.0656	0.6346	0.5556	23.13%	27.376129

Lampiran 1

Data Perusahaan Sampel dan Variabel Penelitian

No	Perusahaan	TP	ROA	ROE	DLIC	DLC333	PUS	SIZE
60	Metrodata Electronics Tbk	1,059	0.1380	(0.4972)	0.4615	0.3333	76.99%	27.688346
61	Global mediakom/Bimantara Citra Tbk	13,481	0.6353	0.2395	0.5192	0.3333	24.38%	30.232302
62	Royal Oak Development Asia/Roda Panggon Harapan Tbk	1,494	1.4235	(0.1218)	0.3846	0.0556	31.99%	28.032478
63	Trada Maritime Tbk	1,615	(0.0773)	0.6229	0.4038	0.1667	45.83%	28.110356
64	Intraco Penta Tbk	1,040	1.7046	0.6415	0.5962	0.3889	77.40%	27.670242
65	Multi Indocitra Tbk	291	0.1587	0.0434	0.4231	0.1111	12.50%	26.396589
66	Mitra Adiperkasa Tbk	3,379	1.7277	1.3571	0.3654	0.2222	34.00%	28.848601
67	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	3,209	(0.3237)	(0.1202)	0.2885	0.2222	40.20%	28.796998
68	Bayu Buana Tbk	204	0.1498	(0.2379)	0.4038	0.1111	22.74%	26.041386
69	Mas Murni Indonesia Tbk	618	(0.2685)	0.1994	0.2308	0.1667	65.59%	27.149754
70	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	1,529	0.1339	(0.0485)	0.5000	0.5000	10.00%	28.055635
71	Surya Citra Media Tbk	2,360	0.7873	0.0397	0.6538	0.5000	13.70%	28.489683
72	Tempo Inti Media Tbk	138	(0.1126)	0.0491	0.3269	0.1111	17.24%	25.65052

Lampiran 2

Ceklist Item Pengungkapan

I. Informasi umum tentang perusahaan

1. Sejarah perkembangan Organisasi/Usaha
2. Pernyataan visi, misi, tujuan & strategi organisasi
3. Penjelasan tentang bidang usaha dan lingkungan kompetisi
4. Produk Utama & pangsa pasar utama

II. Penjelasan tentang kinerja dan keuangan,

1. Perbandingan kinerja keuangan utama selama 5 tahun (Penjualan, ROA, ROE, EPS, DER, Outstanding stock)
2. Perbandingan/Statistik penjualan selama 3 tahun
3. Perbandingan/Statistik market share selama 3 tahun
4. Kapitalisasi pasar
5. Kebijakan dividen 2th terakhir
6. penghargaan/sertifikasi yg diterima (nasional/int)
7. informasi harga saham tertinggi, terendah, dan penutupan, jumlah saham yang diperdagangkan quarterly 2 (dua) tahun terakhir

III. Diskusi Manajemen & Proyeksi Bisnis

1. Pembahasan mengenai kinerja penjualan (target, kinerja & kendala)
2. Pembahasan mengenai aspek produksi dan biaya
3. Pembahasan mengenai pangsa pasar dan strategi marketing
4. Pembahasan mengenai perubahan/kinerja hasil usaha bersih (net income)
5. Penilaian komisaris terhadap kinerja direksi
6. Pembahasan mengenai rencana / strategi usaha dan ekspansi pasar
7. Proyeksi/forecast penjualan dan market share
8. Rencana investasi / pengembangan usaha
9. Rencana investasi dalam riset & development (pengembangan produk)
10. Proyeksi/forecast profit
11. Dampak Krisis ekonomi thd operasional perusahaan
12. Rencana manajemen menghadapi krisis ekonomi
13. Prospek usaha terkait industri, ekonomi & pasar internasional

IV. Penerapan good corporate governance

1. Penjelasan ttg Direksi & komisaris (tupoksi, anggota, cv, remunerasi, rapat, kehadiran)
2. Penjelasan ttg komite audit (anggota, tupoksi, jabatan, cv, remunerasi, rapat, kehadiran, hasil)
3. Penjelasan ttg penerapan manajemen risiko
4. Penerapan komite lain (spt komite nominasi, remunerasi dll)
5. Sekretaris Perusahaan (tupoksi, cv, kegiatan)

V. penjelasan tentang produk

1. Kebijakan pengembangan produk & forecast biaya R&D
2. Pemenuhan standar keamanan produk untuk konsumen
3. Informasi tentang kehalalan produk
4. Informasi tentang pemenuhan standar mutu operasi spt ISO 9000
5. Penghargaan yang diterima terkait

VI. Penjelasan tentang tenaga kerja

1. Jumlah tenaga kerja

2. Kebijakan equal opportunity/non diskriminatif
3. Skema opsi & bonus saham utk karyawan
4. Kebijakan penggajian/Kompensasi pegawai/kesejahteraan karyawan
5. Upaya peningkatan keselamatan kerja dan pemenuhan ketentuan ttg keselamatan kerja
6. Hubungan perusahaan dengan serikat pekerja
7. Diklat dan pengembangan pegawai
8. Penyediaan fasilitas ibadah untuk tenaga kerja

VII. Penjelasan tentang kegiatan Pelestarian Lingkungan

1. Aktivitas Perlindungan lingkungan
2. Penjelasan ttg operasional dan polusi & pemenuhan ketentuan hukum
3. Aktivitas pencegahan kerusakan & perbaikan lingkungan hidup seperti reklamasi, reboisasi dll
4. Pengolahan limbah dan konservasi SDA seperti daur ulang
5. Upaya perusahaan utk mengurangi konsumsi energi

VIII. Penjelasan tentang kegiatan pengembangan masyarakat.

1. Sumbangan perusahaan untuk pembiayaan aktifitas masyarakat sekitar seperti bantuan utk kegiatan seni dll
2. Kebijakan tenaga kerja tetap/peruh waktu untuk masyarakat sekitar/mahasiswa/pelajar
3. Bantuan perusahaan untuk pendidikan spt program beasiswa, perbaikan sekolah dll
4. Program peningkatan kesehatan masyarakat
5. Program pemberdayaan ekonomi masyarakat sekitar/pengembangan industri lokal

Lampiran 3

Output SPSS Pengujian Regresi

$$\text{Model : } \text{DISC}_i = \beta_0 + \beta_1\text{SIZE}_i + \beta_2\text{PUB}_i + \beta_3\text{AUD}_i + \beta_4\text{LEV}_i + \varepsilon_{it}$$

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LEV, AUD, PUB, SIZE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DISC

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.502 ^a	.252	.208	.1111309875287 50

a. Predictors: (Constant), LEV, AUD, PUB, SIZE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.279	4	.070	5.654	.001 ^a
	Residual	.827	67	.012		
	Total	1.107	71			

a. Predictors: (Constant), LEV, AUD, PUB, SIZE

b. Dependent Variable: DISC

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.441	.302		-1.459	.149		
	SIZE	.032	.011	.390	2.877	.005	.606	1.650
	PUB	-.100	.074	-.148	-1.361	.178	.947	1.056
	AUD	.037	.033	.147	1.102	.274	.625	1.601
	LEV	.018	.025	.075	.697	.488	.968	1.033

a. Dependent Variable:

DISC

Lampiran 3

Output SPSS Pengujian Regresi

$$\text{Model : } CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_i + \beta_2 DISC_i + \beta_3 GR_i + \beta_4 |UE_i - DISC_i| + \beta_5 |UE_i - GR_i| + \varepsilon_{it}$$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.432 ^a	.186	.125	.93558138

a. Predictors: (Constant), ZUE_GR, ZDISC, ZUE, ZUE_DISC, ZGR

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13.229	5	2.646	3.023	.016 ^a
	Residual	57.771	66	.875		
	Total	71.000	71			

a. Predictors: (Constant), ZUE_GR, ZDISC, ZUE, ZUE_DISC, ZGR

b. Dependent Variable: ZCAR

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.015	.204		.071	.943		
	ZUE	.294	.123	.294	2.394	.019	.818	1.222
	ZDISC	.274	.119	.274	2.310	.024	.874	1.144
	ZGR	-.331	.160	-.331	-2.063	.043	.479	2.086
	ZUE_DISC	-.183	.155	-.163	-1.182	.241	.648	1.542
	ZUE_GR	.185	.171	.186	1.082	.283	.419	2.389

a. Dependent Variable: ZCAR

Lampiran 4

Output Eviews Uji Multikolinieritas model regresi

1. Model: $DISC_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 AUD_i + \beta_4 LEV_i + \varepsilon_{it}$

Dependent Variable: DISC

Method: Least Squares

Date: 06/22/11 Time: 13:31

Sample: 1 72

Included observations: 72

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.440764	0.302152	-1.458750	0.1493
SIZE	0.031968	0.011113	2.876655	0.0054
PUB	-0.100343	0.073714	-1.361246	0.1780
AUD	0.036583	0.033195	1.102076	0.2744
LEV	0.017598	0.025257	0.696755	0.4884
R-squared	0.252355	Mean dependent var		0.465011
Adjusted R-squared	0.207719	S.D. dependent var		0.124852
S.E. of regression	0.111131	Akaike info criterion		-1.489299
Sum squared resid	0.827456	Schwarz criterion		-1.331197
Log likelihood	58.61476	F-statistic		5.653677
Durbin-Watson stat	1.698139	Prob(F-statistic)		0.000555

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.779261	Probability	0.606967
Obs*R-squared	5.654718	Probability	0.580593

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/22/11 Time: 13:32

Sample: 1 72

Included observations: 72

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.672492	0.436632	-1.540180	0.1284
SIZE	0.049380	0.030485	1.619825	0.1102
SIZE^2	-0.000893	0.000534	-1.673393	0.0991
PUB	0.009051	0.041378	0.218753	0.8275
PUB^2	-0.012469	0.051869	-0.240392	0.8108
AUD	0.005698	0.004525	1.259208	0.2125
LEV	-0.001686	0.010436	-0.161531	0.8722
LEV^2	0.001738	0.004609	0.377088	0.7074
R-squared	0.078538	Mean dependent var		0.011492
Adjusted R-squared	-0.022247	S.D. dependent var		0.014801
S.E. of regression	0.014965	Akaike info criterion		-5.461736
Sum squared resid	0.014333	Schwarz criterion		-5.208773
Log likelihood	204.6225	F-statistic		0.779261
Durbin-Watson stat	2.206069	Prob(F-statistic)		0.606967

Lampiran 4

Output Eviews Uji Multikolinieritas Regresi

2. Model : $CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_i + \beta_2 DISC_i + \beta_3 GR_i + \beta_4 |UE_i - DISC_i| + \beta_5 |UE_i - GR_i| + \varepsilon_{it}$

Dependent Variable: ZCAR
 Method: Least Squares
 Date: 06/24/11 Time: 09:24
 Sample: 1 72
 Included observations: 72

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014596	0.204445	0.071392	0.9433
ZUE	0.293883	0.122742	2.394316	0.0195
ZDISC	0.274343	0.118769	2.309896	0.0240
ZGR	-0.330784	0.160347	-2.062929	0.0431
ZUE_DISC	-0.183181	0.154958	-1.182134	0.2414
ZUE_GR	0.184614	0.170618	1.082032	0.2832
R-squared	0.186329	Mean dependent var	7.48E-17	
Adjusted R-squared	0.124687	S.D. dependent var	1.000000	
S.E. of regression	0.935581	Akaike info criterion	2.784358	
Sum squared resid	57.77063	Schwarz criterion	2.974080	
Log likelihood	-94.23689	F-statistic	3.022777	
Durbin-Watson stat	1.855464	Prob(F-statistic)	0.016188	

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.202487	Probability	0.307514
Obs*R-squared	11.85611	Probability	0.294802

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 06/24/11 Time: 09:25
 Sample: 1 72
 Included observations: 72

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.491467	0.526507	0.933448	0.3543
ZUE	0.509678	0.242701	2.100022	0.0399
ZUE^2	0.130140	0.255085	0.510182	0.6118
ZDISC	0.103707	0.204727	0.506560	0.6143
ZDISC^2	-0.036927	0.181894	-0.203011	0.8398
ZGR	-0.706929	0.381470	-1.853170	0.0687
ZGR^2	0.107086	0.349839	0.306101	0.7606
ZUE_DISC	0.201412	0.544422	0.369955	0.7127
ZUE_DISC^2	-0.139282	0.176340	-0.789850	0.4327
ZUE_GR	0.269210	0.836152	0.321963	0.7486
ZUE_GR^2	-0.049750	0.430952	-0.115441	0.9085
R-squared	0.164668	Mean dependent var	0.802370	
Adjusted R-squared	0.027729	S.D. dependent var	1.498109	
S.E. of regression	1.477193	Akaike info criterion	3.757927	
Sum squared resid	133.1080	Schwarz criterion	4.105751	
Log likelihood	-124.2854	F-statistic	1.202487	
Durbin-Watson stat	2.235438	Prob(F-statistic)	0.307514	

Lampiran 3
Output SPSS

3. Uji-Beda 2 Rata-rata sampel Independent : Luas Pengungkapan

Group Statistics

PROFIL		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DISC	Low_Profile	38	.444838	.1228665	.0199316
	High_Profile	34	.487557	.1249782	.0214336

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
DISC	.010	.920	-1.461	70	.149	-.0427185	.0292408	-.1010374	.0156004
Equal variances not assumed			-1.460	68.839	.149	-.0427185	.0292689	-.1011107	.0156737

Lampiran 3
Output SPSS

4. Uji-Beda 2 Rata-rata sampel Independent : Pengungkapan aspek sosial

Group Statistics

PROFIL	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
D6-8 Low_Profile	38	.288012	.1673436	.0271467
High_Profile	34	.403595	.1810871	.0310562

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
D6-8 Equal variances assumed	.117	.733	-2.815	70	.006	-.1155831	.0410657	-.1974861	-.0336801
Equal variances not assumed			-2.802	67.531	.007	-.1155831	.0412484	-.1979033	-.0332628