

**TINGKAT KELUASAN PENGUNGKAPAN SUKARELA
DALAM LAPORAN TAHUNAN
DAN HUBUNGANNYA DENGAN *CURRENT
EARNINGS RESPONSE COEFFICIENT (ERC)***

Desi Adhariani

*Desi Adhariani adalah staf pengajar di Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*

Abstract

This study examines whether voluntary corporate disclosure level that is published in annual report affects the return-earnings relationship. The study hypothesizes that the informativeness of earnings and voluntary disclosure is complementary to each other. This hypothesis implicitly presumes that investor will use the information provided in annual report disclosures together with information in earnings as one of the guidance in investment decisions. To test the hypothesis, current stock returns are regressed against current earnings changes. The sample consists of 90 annual reports of companies listed on the JSX as of December 31, 1998. The amount of voluntary disclosure provided in annual reports is measured by disclosure items and weighted scores developed by Botosan (1997), Sitanggang (2002), and Surtijo (1999). Before deciding to use the weighted score, this study examines the differences between weighted scores and the equally weighted ones. The findings of the test of differences support the hypothesis that the two kinds of score measurement are statistically different, meaning that investors place different interests to each disclosure items. The findings of regression test support the hypothesis of complementary relationship, which remain consistent after controlling for other factors that have been identified in previous studies influence the earnings response coefficients. The findings are also robust with respect to different holding period returns and different earnings measurement.

Keywords: corporate disclosure, earnings response coefficients

PENDAHULUAN

Latar Belakang Penelitian

Penelitian mengenai manfaat dan nilai informasi data keuangan, termasuk informasi laba, telah banyak dilakukan. Riset di bidang ini kemudian berkembang ke arah pengukuran ERC (*earnings response coefficients*), yang diestimasi dari koefisien *slope* regresi antara *abnormal stock returns* dan *earnings surprise*. Beberapa penelitian telah melakukan identifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi hubungan *return-earnings* ini, dengan memasukkan faktor-faktor yang berhubungan dengan karakteristik spesifik perusahaan ke dalam model penelitian, seperti *growth opportunities* (Collins dan Kothari, 1989), jenis industri (Warfield *et al.*, 1995, Collins *et al.*, 1997), *earnings persistence* (Kormendi dan Lipe, 1987), kualitas audit (Teoh dan Wong, 1993), dan risiko sistematis (Collins dan Kothari, 1989).

Secara intuitif, perubahan harga saham akibat perubahan laba seharusnya dipengaruhi pula oleh informasi yang dimiliki investor. Pengungkapan di laporan tahunan maupun laporan keuangan mencerminkan proksi informasi publik yang dimiliki investor, selain informasi lainnya (berita di media massa, laporan analisis, dll). Oleh karena itu, beberapa peneliti kemudian memasukkan faktor pengungkapan yang sebenarnya berada pada sebuah "jalur" penelitian tersendiri ke dalam "jalur" penelitian ERC. Faktor pengungkapan dianalisis pengaruhnya terhadap hubungan *return-current earnings* (disebut *current* ERC) dan terhadap hubungan *return-future earnings* (disebut *future* ERC). *Current* ERC mengukur perubahan *current abnormal return* sebagai respon terhadap perubahan laba saat ini. *Future* ERC mengukur kandungan informasi harga saham, perubahan harga saham yang informatif berarti mengandung banyak informasi tentang perubahan laba di masa depan.

Penggabungan dua isu penelitian (penelitian tentang pengungkapan dan penelitian tentang ERC) ini antara lain dilakukan oleh Gelb dan Zarowin (2000), yang menguji hubungan antara luas pengungkapan sukarela dengan *future* ERC dan menemukan bahwa *future* ERC untuk perusahaan *high disclosers* secara signifikan lebih besar daripada *future* ERC perusahaan *low disclosers*. Di Indonesia, Widiastuti (2002) menguji hubungan luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan terhadap *current* ERC. Dalam penelitiannya Widiastuti (2002) mengajukan hipotesis bahwa luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *current* ERC. Hasil penelitiannya tidak mendukung hipotesis ini. Karena ketidaksesuaian hasil dengan hipotesis ini, Widiastuti (2002) yang menggunakan indeks pengungkapan tanpa pembobotan

memberi saran antara lain perbaikan dalam penilaian luas pengungkapan sukarela dengan memberi bobot pada tingkat kerincian suatu item informasi sehingga indeks pengungkapan menjadi lebih teliti.

Berdasarkan saran tersebut maka penelitian ini mencoba memperbaiki pengukuran indeks pengungkapan, dan kemudian menguji signifikansi perbedaan antara skor pengungkapan dengan pembobotan dan tanpa pembobotan. Setelah itu akan diteliti pengaruh luas pengungkapan sukarela yang dihitung dari skor pengungkapan dalam laporan tahunan terhadap *current* ERC.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengungkapan (*Disclosure*) dalam Laporan Tahunan

Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Pengungkapan wajib merupakan pengungkapan informasi yang diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Sedangkan pengungkapan sukarela adalah pengungkapan yang melebihi dari yang diwajibkan. Di Indonesia petunjuk operasional mengenai pengungkapan wajib terdapat dalam beberapa keputusan Ketua Bapepam, antara lain Kep-38/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996.

Penggunaan Indeks Pengungkapan (*Disclosure Index*) sebagai Alat Kuantifikasi Tingkat Pengungkapan

Berbagai penelitian terdahulu yang menggunakan indeks pengungkapan untuk mengukur tingkat pengungkapan perusahaan pada dasarnya dapat dibagi dalam dua kelompok, yaitu penelitian yang menggunakan indeks pengungkapan tanpa pembobotan dan penelitian yang menggunakan indeks pengungkapan dengan pembobotan. Kedua jenis indeks pengungkapan ini dapat dikembangkan sendiri oleh peneliti atau dikembangkan lembaga tertentu yang kemudian digunakan oleh peneliti, misalnya skor pengungkapan dengan pembobotan yang dikembangkan oleh AIMR (*Association for Investment Management dan Research*). Skor pengungkapan yang dikeluarkan oleh AIMR menggambarkan hasil evaluasi analisis mengenai ketepatan waktu, kerincian dan kejelasan informasi yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel melalui laporan tahunan, laporan triwulan, *proxy statements* dan media-media lain.

A. Penelitian Menggunakan Indeks Pengungkapan tanpa Pembobotan

Penelitian menggunakan indeks pengungkapan tanpa memberikan pembobotan terhadap item pengungkapan yang dimuat dan/atau dapat dimuat dalam laporan tahunan antara lain telah dilakukan oleh Cooke (1989, 1992, 1993) dan Meek *et al.* (1995), Suropto (1999), Marwata (2001), dan Fitriany (2001).

Penggunaan indeks pengungkapan tanpa pembobotan didasarkan pada :

- (i) laporan tahunan disampaikan untuk tujuan umum pemakai, sehingga informasi yang diberikan tidak dilihat dari sudut kepentingan pihak tertentu. Sehingga, suatu jenis informasi tidak dapat dianggap lebih penting daripada yang lain, karena jenis informasi yang dipandang penting oleh satu pihak mungkin dipandang kurang penting oleh pihak yang lain, dan sebaliknya.
- (ii) pembobotan bisa mengandung unsur subyektivitas karena tergantung argumentasi dan penilaian masing-masing peneliti.

B. Penelitian Menggunakan Indeks Pengungkapan dengan Pembobotan

Penelitian menggunakan indeks pengungkapan dengan pembobotan antara lain dilakukan oleh Cerf (1961), Shingvi dan Desai (1971), Buzby (1975), dan Botosan (1997). Selain menggunakan indeks pengungkapan dengan pembobotan yang dikembangkan sendiri oleh peneliti, beberapa penelitian juga menggunakan skor pengungkapan yang dikembangkan oleh lembaga tertentu, seperti AIMR. Hasil penelitian-penelitian yang menggunakan skor pengungkapan dari AIMR pada umumnya menunjukkan bahwa skor tersebut cukup representatif sebagai proksi dari asimetri informasi yang terjadi di pasar.

Termasuk dalam kelompok ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Lang dan Lundholm (1993), yang menggunakan indeks pengungkapan yang diterbitkan oleh AIMR untuk menganalisis determinan atas pemeringkatan laporan keuangan oleh analis. Botosan dan Plumlee (2000) menggunakan indeks AIMR sebagai proksi tingkat pengungkapan untuk meneliti hubungan antara tingkat pengungkapan dengan *cost of equity capital*.

Berguna atau tidaknya suatu indeks sebagai alat kuantifikasi kualitas pengungkapan sangat tergantung pada pemilihan item-item yang dimasukkan dalam indeks tersebut (Tjakradinata, 2000). Berbagai kriteria diperlukan untuk melakukan proses pemilihan item yang akan dimasukkan. Marston dan Shivers (1991) menyarankan 2 kriteria untuk melakukan evaluasi terhadap pengukuran indeks pengungkapan yaitu (1) *Reliability*, suatu indeks pengungkapan yang dikembangkan oleh peneliti dapat dipertimbangkan *reliable* jika hasilnya dapat

direplikasi oleh peneliti lainnya; (2) *Validity*, suatu indeks pengungkapan dapat dikatakan *valid* apabila indeks tersebut sesuai dengan maksud atau tujuan dan harapan peneliti.

Berlandaskan teori mengenai penggunaan indeks pengungkapan dengan pembobotan dan tanpa pembobotan, serta terutama didasarkan atas temuan Chow dan Wong-Boren (1987) bahwa tidak terdapat perbedaan antara skor pengungkapan dengan pembobotan maupun tanpa pembobotan maka penelitian ini mencoba melakukan pengujian signifikansi perbedaan antara kedua skor tersebut. Karena fokus penelitian ini adalah pada pengaruh luas pengungkapan terhadap *current* ERC, yang berarti fokus pada pengaruh tersebut terhadap pergerakan harga saham yang dilakukan investor maka seharusnya secara teori dan intuitif terdapat perbedaan antara kedua jenis skor bagi investor. Item-item pengungkapan yang ada di laporan tahunan diduga tidak dianggap sama bobotnya oleh investor, misalnya item pengungkapan yang disajikan secara kuantitatif akan dianggap lebih berbobot dibanding yang hanya disajikan secara kualitatif karena informasi yang bersifat kuantitatif akan membantu investor dalam menilai kondisi perusahaan secara lebih akurat. Kemungkinan ini akan diuji secara statistik dengan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Terdapat perbedaan signifikan antara skor pengungkapan dengan pembobotan dan yang tanpa pembobotan.

Manfaat Peningkatan *Disclosure Level*

Perusahaan memiliki kepentingan untuk memberikan pengungkapan secara memadai. Namun pertimbangan manajemen untuk mengungkapkan informasi secara sukarela dipengaruhi oleh faktor biaya dan manfaat. Manajemen akan mengungkapkan informasi secara sukarela bila manfaat yang diperoleh dari pengungkapan informasi tersebut lebih besar dari biayanya.

Manfaat utama yang diperoleh perusahaan dari pengungkapan secara sukarela atas informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan adalah biaya modal yang rendah (Elliot dan Jacobson, 1994). Botosan (1997) mencoba mengestimasi biaya modal secara langsung dengan menggunakan *EBO valuation model*. Untuk penelitian di Indonesia, Tjakradinata (2000) dengan menggunakan indeks pengungkapan dari Botosan menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kualitas pengungkapan dan dispersi harga saham. Implikasinya adalah bahwa semakin baik tingkat pengungkapan perusahaan, maka semakin rendah tingkat risiko (*cost of equity capital*) yang dicerminkan dengan rendahnya dispersi harga saham.

Di samping memberikan manfaat bagi perusahaan, tingkat pengungkapan yang memadai juga memberikan manfaat bagi pelaku-pelaku di pasar modal, biaya modal yang rendah akan menaikkan harga saham dan obligasi sehingga *return* yang dinikmati investor juga meningkat. Gelb dan Zarowin (2000) melakukan penelitian mengenai hubungan tingkat pengungkapan dan kandungan informasi harga saham. Hasil penelitian Gelb dan Zarowin menunjukkan bahwa makin tinggi tingkat pengungkapan maka makin informatif harga saham sebagai alat untuk memprediksi laba masa depan sehingga dapat dikatakan bahwa tingkat pengungkapan yang tinggi memberi manfaat informasi bagi pasar modal dan pelaku-pelaku di dalamnya.

Pengaruh Luas Pengungkapan terhadap ERC

Informasi keuangan merupakan bagian dari berbagai jenis pengungkapan perusahaan. Isi dan waktu pengungkapan selain informasi laporan keuangan dapat mempengaruhi kegunaan informasi laporan keuangan (Foster, 1986 dalam Widiastuti, 2002). Lang dan Lundholm (1993) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat pengungkapan perusahaan yang dibuat oleh analis. Secara keseluruhan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa skor pengungkapan adalah lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki kinerja baik, berukuran lebih besar, memiliki korelasi *earnings-return* yang lebih lemah dan untuk perusahaan yang menerbitkan sekuritas.

Gelb dan Zarowin (2000) menguji hubungan antara luas pengungkapan sukarela dan keinformatifan harga saham. Penelitian ini menghipotesiskan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan maka semakin tinggi tingkat keinformatifan harga saham yang diukur dengan *future* ERC. Sesuai dengan hipotesis yang diajukan, penelitian ini menemukan bahwa *future* ERC untuk perusahaan *high disclosers* secara signifikan lebih besar daripada untuk perusahaan *low disclosers*. Gelb dan Zarowin (2000) tidak secara khusus menguji hubungan luas pengungkapan sukarela dengan *current* ERC, mereka menyatakan bahwa pengaruh keinformatifan pengungkapan terhadap *current* ERC mungkin positif atau negatif. Pengaruh luas pengungkapan terhadap *current* ERC mungkin positif, karena biasanya perusahaan yang banyak mengungkapkan informasi (*high disclosers firms*) adalah perusahaan yang memiliki kabar baik (*good news*). Basu (1997) menemukan bahwa *good news firms* memiliki laba yang lebih persisten dan ERC yang lebih tinggi dibandingkan *bad news firms*. Kemungkinan lainnya, pengaruh luas pengungkapan terhadap *current* ERC bisa jadi negatif, dengan

argumen bahwa informasi yang terkandung dalam laba sekarang telah tercermin dalam harga saham periode sebelumnya (*price leading earnings*).

Lebih lanjut Widiastuti (2002) menggunakan luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sebagai proksi ketidakpastian tentang prospek perusahaan di masa depan. Semakin tinggi luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan, semakin rendah ketidakpastian prospek perusahaan di masa depan.

Widiastuti mengembangkan hipotesis penelitian bahwa luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *current* ERC. Hipotesis yang dikembangkan oleh Widiastuti (2002) bisa dikatakan mencerminkan sifat substitutif dari kegunaan informasi laba dan pengungkapan sukarela. Artinya dengan meningkatnya luas pengungkapan sukarela maka keinformatifan laba menjadi berkurang. Dengan kata lain, investor akan lebih mendasarkan prediksi laba di masa yang akan datang pada informasi yang diberikan pada pengungkapan sukarela perusahaan.

Penelitian ini mengembangkan hipotesis yang berbeda dengan yang telah dikembangkan oleh Widiastuti (2002). Peneliti menduga bahwa keinformatifan laba dan pengungkapan sukarela bersifat komplementer (saling melengkapi), bukan bersifat substitutif. Dugaan ini didasarkan pada dugaan yang diberikan oleh Gelb dan Zarowin (2000) bahwa pengaruh luas pengungkapan terhadap *current* ERC mungkin positif (dan temuan mereka mendukung dugaan ini)—walaupun penelitian mereka tidak khusus menguji *current* ERC, karena biasanya perusahaan yang banyak mengungkapkan informasi (*high disclosers firms*) adalah perusahaan yang memiliki kabar baik (*good news*). Hasil penelitian Basu (1997) menunjukkan bahwa *good news firms* memiliki laba yang lebih persisten dan ERC yang lebih tinggi dibandingkan *bad news firms*. Hasil penelitian Ronen *et al.* (2003) juga menunjukkan bahwa *good news* meningkatkan kredibilitas *earnings*.

Sifat komplementer dari keinformatifan laba dan pengungkapan sukarela memiliki makna bahwa investor akan menggunakan informasi pada pengungkapan sukarela bersama-sama dengan informasi laba untuk menilai kinerja perusahaan dan memprediksi kinerjanya di masa yang akan datang. Makin tinggi tingkat pengungkapan sukarela, makin tinggi tingkat kepercayaan investor atas laba yang dilaporkan perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis kedua penelitian ini adalah :

Hipotesis 2: Luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan memiliki hubungan positif dengan *current earnings response coefficient* (ERC).

METODOLOGI PENELITIAN

Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah imbal hasil (*return*) saham, yang diukur dengan *cumulative abnormal returns*. Penghitungan *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan *size adjusted model*. Berdasarkan model ini, *abnormal return* didefinisikan sebagai perbedaan antara *return* perusahaan (sampel) dan *return* dari *control portfolio* yang dibentuk berdasarkan ukuran perusahaan (ukuran perusahaan diukur berdasarkan kapitalisasi pasar).

Penggunaan *size adjusted model* dalam penelitian ini didasarkan pada pentingnya mengontrol ukuran perusahaan karena mempengaruhi nilai informasi laba. Makin besar ukuran perusahaan, makin banyak *predisclosure information* dan informasi yang diungkapkan dalam media lainnya sehingga keinformatifan laba menjadi berkurang. Menurut Kothari dan Wasley (1989, dalam Powell, 1998) penggunaan *size adjusted model* dalam penelitian yang perlu mengontrol ukuran perusahaan adalah *valid* dan memiliki keunggulan yang sama bahkan lebih tinggi dibandingkan model lainnya (seperti model *market adjusted return*).

Penelitian ini menggunakan *holding period return* selama 12 bulan, dari April 1999 hingga Maret 2000. Periode ini diharapkan telah menangkap informasi yang berasal dari laporan tahunan tahun 1998 yang diterbitkan perusahaan pada tahun 1999, setelah penerbitan laporan keuangan yang telah diaudit. Prosedur penghitungan *cumulative abnormal returns* dengan *size adjusted model* (Powell, 1998) dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Membentuk *control portfolio* dengan mengurutkan semua perusahaan yang terdaftar di BEJ berdasarkan kapitalisasi pasar per 31 Desember 1999, mulai dari kapitalisasi pasar terkecil hingga terbesar. Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ dari April 1999 sampai dengan Maret 2000 adalah sebanyak 277 perusahaan.
- b. *Control portfolio* tersebut kemudian dibagi dalam 8 (delapan) portofolio berisikan 35 perusahaan untuk masing-masing 7 portofolio dan 32 perusahaan untuk portofolio ke-8 (total 277 perusahaan). Kemudian *cumulative returns* April 1999-Maret 2000 dari tiap perusahaan dihitung dan dijumlahkan (total) untuk masing-masing perusahaan. *Return* tiap bulan dihitung berdasarkan perbedaan Indeks Harga Saham Individual (IHSI) bulan ini dan bulan sebelumnya, dibagi IHSI bulan sebelumnya.

- c. *Return* portofolio berdasarkan *size adjusted model* dihitung dengan mengurangi *cumulative returns* tiap perusahaan dari total *cumulative returns* portofolio tempat perusahaan tersebut berada.
- d. *Cumulative abnormal returns* tiap perusahaan merupakan perbedaan antara *cumulative returns* perusahaan tersebut dengan *return* portofolionya, atau dirumuskan sebagai : $CAR_i = R_i - R_p$ (i : perusahaan, p : portofolio)

Dengan penggunaan *cumulative abnormal returns* berdasarkan *size adjusted model* maka ukuran perusahaan sudah dikontrol pada *return* sehingga ukuran perusahaan tidak ditambahkan lagi sebagai variabel pengendali.

Variabel Independen

Unexpected Earnings (UE)

Unexpected earnings merupakan selisih laba akuntansi yang direalisasi dengan laba akuntansi yang diekspektasi oleh pasar, dideflasi dengan harga saham perusahaan pada awal tahun 1998. Penelitian ini menggunakan model *random walk* sebagai proksi ekspektasi laba oleh pasar sehingga ekspektasi laba adalah laba aktual tahun sebelumnya (Ball dan Brown, 1968). Dengan demikian, *unexpected earnings* didefinisikan sebagai:

$$UE_t = \frac{AE_{i,t} - AE_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

- $AE_{i,t}$: laba aktual perusahaan i pada tahun t (t=1998)
 $AE_{i,t-1}$: laba aktual perusahaan i pada tahun t-1
 $P_{i,t-1}$: harga saham perusahaan i pada akhir tahun t-1

Jenis laba aktual dalam penelitian ini adalah *earnings before extraordinary items*, untuk meniadakan pengaruh item-item luar biasa yang bersifat sementara dalam mempengaruhi laba.

Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan

Luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan diukur dengan indeks pengungkapan yang merupakan perbandingan antara skor total pengungkapan perusahaan dengan skor pengungkapan maksimum yang dapat dicapai oleh suatu perusahaan. Pemilihan item pengungkapan didasarkan pada daftar item pengungkapan yang dikembangkan oleh Botosan (1997), Sitanggang (2002), dan Surtijo (1999), yang disaring terlebih dahulu untuk item yang relevan dan

dibandingkan dengan item pengungkapan wajib pada Kep-38/PM/1996. Dalam penelitian ini juga ditambahkan item pengungkapan tentang dampak krisis ekonomi bagi perusahaan dan item pengungkapan tentang tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Penambahan item pengungkapan tentang dampak krisis didasarkan pada pertimbangan bahwa penghitungan skor pengungkapan dilakukan untuk laporan tahunan tahun 1998, yang masih sangat terimbas krisis ekonomi yang dimulai pada tahun 1997. Pengungkapan ini tentunya akan berguna bagi investor dalam menilai kondisi perusahaan pada masa krisis dan prospeknya di masa yang akan datang. Sedangkan penambahan item pengungkapan tentang tata kelola perusahaan walaupun konsep ini belum banyak diungkapkan pada tahun 1998 didasarkan pada pertimbangan bahwa pengungkapan item ini akan membantu investor dalam menilai pengelolaan perusahaan oleh pihak manajemen.

Penentuan skor pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan dilakukan melalui prosedur berikut :

- a. Skor untuk item pengungkapan yang berasal dari Botosan (1997) tidak diubah, jadi mengikuti skor yang telah ditentukan Botosan (1997). Pertimbangan dalam menerapkan metode yang dipakai oleh Botosan adalah karena Botosan telah melakukan pengujian reliabilitas dan validitas atas indeks dalam penyusunan indeks pengungkapan sukarela dan hasilnya menunjukkan bahwa indeks pengungkapannya *reliabel* dan *valid*. Disamping itu indeks pengungkapan Botosan telah banyak dipakai dalam beberapa penelitian di Indonesia, seperti Gunawan (2000) dan Tjakradinata (2000) dan hasilnya menunjukkan bahwa indeks pengungkapan tersebut dapat diaplikasikan untuk mengukur tingkat pengungkapan perusahaan yang berada dalam industri manufaktur di Indonesia.
- b. Skor untuk item pengungkapan yang berasal dari penelitian Sitanggang (2002) dan Suropto (1999) ditentukan sendiri bobotnya oleh penulis, karena kedua peneliti tersebut tidak menggunakan pembobotan dalam indeks pengungkapannya.
- c. Skor untuk item pengungkapan dampak krisis ekonomi dan tata kelola perusahaan ditentukan sendiri oleh peneliti dengan cara sebagai berikut: perusahaan diberi skor 1 bila mengungkapkan secara kualitatif, dan ditambah skor 1 lagi bila mengungkapkannya secara kuantitatif. Skor yang diberikan tidak lebih besar dari 1, dengan pertimbangan: (a) masalah tata kelola perusahaan belum menjadi masalah penting pada tahun 1998 dan pengungkapan tentang hal ini di laporan tahunan juga belum banyak dilakukan; (b) pengungkapan tentang dampak krisis ekonomi lebih banyak dilakukan perusahaan di catatan atas laporan keuangan yang diaudit oleh

auditor, sementara pengungkapan di laporan keuangan berada di luar ruang lingkup penelitian ini. Selain itu pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan tentang masalah ini di laporan tahunan tidak sebanyak di catatan atas laporan keuangan, dan terkesan hanya sebagai informasi 'tambahan' saja.

Skor total pengungkapan (STP) untuk suatu perusahaan merupakan penjumlahan seluruh item yang diungkapkan oleh perusahaan tersebut, dan dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$STP_i = \sum_{i=1}^m d_i$$

STP_i adalah skor total pengungkapan untuk perusahaan *i*; $d_i = 1$ atau 2 tergantung jenis item pengungkapannya jika item d_i diungkapkan dan bernilai = 0 jika item d_i tidak diungkapkan, dan *m* adalah jumlah item pengungkapan yang diungkapkan oleh perusahaan.

Skor pengungkapan maksimum (SPM) yang diharapkan bisa dicapai perusahaan dihitung dengan menjumlahkan semua skor untuk item pengungkapan yang relevan dan diharapkan untuk diungkapkan oleh perusahaan. Berdasarkan lampiran, skor maksimum yang merupakan *benchmark* untuk pengungkapan dengan pembobotan adalah 152, sedangkan yang tanpa pembobotan adalah 82.

Indeks pengungkapan (IDX) untuk setiap perusahaan diukur sebagai berikut :

$$IDX_i = STP_i / SPM$$

IDX_i adalah indeks pengungkapan untuk perusahaan *i*, yang merupakan ukuran tingkat keluasan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan perusahaan.

Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang dimasukkan dalam penelitian ini merupakan variabel yang diduga memiliki hubungan paling kuat dengan ERC dibanding variabel kontrol lainnya. Karena periode pengamatan dalam penelitian ini ditandai dengan krisis ekonomi maka variabel kontrol yang diduga berhubungan juga dengan variasi ERC selain laba dan tingkat pengungkapan adalah skala kantor akuntan publik, nilai buku per saham, dan tingkat *financial leverage*.

Variabel kontrol	Pengukuran	Predictive sign, ceteris paribus
Skala kantor akuntan publik (KAP)	Variabel <i>dummy</i> : 1 bila diaudit KAP <i>big-six</i> , 0 bila diaudit KAP bukan <i>big-six</i>	+
Nilai buku per saham (BVP)	Rasio nilai buku ekuitas per saham dengan harga saham pada awal tahun	-
Financial Leverage (Finlev)	Rasio hutang jangka panjang dengan nilai pasar ekuitas pada akhir tahun 1998.	-

Tabel 1: Operasionalisasi Variabel Kontrol

Pengumpulan Data

Unit Analisis, Populasi, dan Pengambilan Sampel

Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan. Populasinya adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan 31 Agustus 2000. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria sebagai berikut :

- berada pada industri manufaktur saja, karena terdapat perbedaan pola pengungkapan antar industri (Botosan, 1997)
- memiliki tahun buku yang berakhir pada 31 Desember
- memiliki data yang lengkap untuk pengukuran keseluruhan variabel : data laba tahun 1997 dan 1998; laporan tahunan 1998; data skala kantor akuntan publik, nilai buku per saham, dan *financial leverage* pada tahun 1998; dan data *return* Agustus 1998 – Maret 2000.
- tidak termasuk perusahaan yang di-*delist* sampai dengan 31 Agustus 2000.

Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih 90 sampel dengan prosedur pemilihan seperti terlihat pada tabel berikut:

Keterangan	Jumlah
▪ Jumlah perusahaan dalam industri manufaktur berdasarkan klasifikasi <i>Indonesian Capital Market Directory</i> tahun 2000	331
▪ Perusahaan dengan Laporan Tahunan 1998 tidak tersedia	
▪ Perusahaan dengan Laporan Tahunan 1998 tersedia	237
▪ Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap :	94
a. Tidak memiliki data laba tahun 1997 karena baru tercatat di bursa pada tahun 1998	2
b. Karena data lain selain laporan tahunan tidak tersedia	2
▪ Jumlah sampel terpilih	90

Tabel 2: Ringkasan Prosedur Pemilihan Sampel

ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik Sampel

Deskripsi statistik sampel untuk keseluruhan variabel disajikan tabel 1. Dari Tabel tersebut dapat dilihat bahwa selama April 1999-Maret 2000 perusahaan sampel memiliki rata-rata imbal hasil saham sebesar -40%, dengan *return* maksimum 390% dan minimum -403%. *Return* saham yang negatif tidak bisa dilepaskan dari kondisi perekonomian yang masih berada dalam krisis ekonomi sehingga perdagangan saham juga berada pada kondisi lesu (*bearish*) dan banyak harga saham yang jatuh/turun.

Kondisi perekonomian yang berada pada kondisi krisis juga tercermin pada rata-rata *unexpected earnings* dan rata-rata nilai buku ekuitas yang negatif. Sebanyak 61% perusahaan sampel mengalami kerugian pada tahun 1998. Hal ini akan berpengaruh terhadap ERC. Menurut Hayn (1995), terjadinya kerugian akan mengurangi nilai ERC, sebab kerugian tidak diharapkan terus berlangsung sehingga kerugian kurang informatif pada arus kas masa depan dibanding laba.

Rata-rata perusahaan sampel diaudit oleh KAP *big-six* (hanya 8 perusahaan sampel dari total 90 perusahaan yang diaudit KAP yang bukan *big six*, atau hanya sekitar 9%). Tingkat *financial leverage* perusahaan sampel secara rata-rata cukup tinggi, yakni hampir 2x dari nilai pasar ekuitas pada akhir tahun 1998.

Satu hal yang menarik adalah rata-rata indeks pengungkapan baik dengan pembobotan maupun tanpa pembobotan tidak terlalu berbeda jauh (masing-masing sebesar 0.146 dan 0.156). Indeks pengungkapan tertinggi dicapai oleh PT Voksel Electric Tbk (skor : 0.329) untuk pengungkapan dengan pembobotan dan PT Asia Intiselera Tbk (skor : 0.293) untuk pengungkapan tanpa pembobotan. Sedangkan indeks pengungkapan terendah baik dengan pembobotan maupun tanpa pembobotan terdapat pada PT Kedaung Indah Can Tbk. Signifikansi perbedaan antara indeks pengungkapan dengan pembobotan dan tanpa pembobotan masih akan diuji secara statistik pada bagian mengenai Hasil Pengujian Hipotesis.

Analisis Kualitas Pengungkapan Sukarela pada Laporan Tahunan

Deskripsi Statistik Kualitas Pengungkapan Sukarela

Berdasarkan Tabel 2, nilai maksimum kualitas pengungkapan yang tertinggi terdapat pada pengungkapan mengenai *capital market data* dan *effect of economic crisis*, baik untuk pengungkapan dengan pembobotan maupun tanpa pembobotan. Disusul kemudian dengan pengungkapan pada bagian *management discussion and analysis*. Sedangkan yang terendah untuk pengungkapan dengan

pembobotan terdapat pada pengungkapan mengenai *social reporting and value added information*. Perusahaan yang mengungkapkan bagian ini hanya 10%.

Nilai minimum kualitas pengungkapan yang tertinggi ada pada pengungkapan mengenai *background information*. Pengungkapan pada bagian ini dilakukan oleh semua perusahaan (100%), disusul pengungkapan pada bagian *management discussion and analysis* (93%). Secara rata-rata, kualitas pengungkapan tertinggi perusahaan sampel terdapat pada pengungkapan mengenai *effect of economic crisis*, disusul pengungkapan mengenai *background information*. Sementara yang terendah terdapat pada pengungkapan mengenai *social reporting and value added information*.

Uji Reliabilitas Skor Pengungkapan

Uji reliabilitas skor pengungkapan dilakukan untuk mengetahui konsistensi internal dari skor pengungkapan yang digunakan. Istilah reliabilitas lebih terkait dengan alat atau instrumen yang dipakai untuk melakukan suatu pengukuran; jadi reliabilitas memperhatikan alat ukur yang dapat memberikan skor yang konsisten atau stabil menurut waktu (Agung, 1992). Misalnya, alat ukur timbangan (ukuran berat) dan meteran (ukuran panjang) yang memberikan skor yang konsisten sehingga mempunyai reliabilitas yang sangat tinggi.

Pengukuran konsistensi internal dalam penelitian ini dilakukan dengan *interitem consistency reliability* (Sekaran, 2003), yakni pengujian mengenai konsistensi pengukuran pada semua item yang terdapat dalam daftar item pengungkapan. Dengan pengujian ini diharapkan bisa diketahui apakah hasil pengukuran skor memberikan hasil yang konsisten (misalnya untuk perusahaan yang tingkat pengungkapannya tinggi maka seharusnya secara konsisten beberapa item pengungkapan dalam daftar terpenuhi sehingga perusahaan tersebut memang layak disebut memiliki tingkat pengungkapan yang tinggi). Pengujian *interitem consistency reliability* dilakukan menggunakan Cronbach's *coefficient alpha*. Walaupun tidak ada standar mengenai signifikansi nilai *cronbach alpha* namun terdapat ketentuan umum bahwa nilai *cronbach alpha* 0,8 bisa diterima sebagai batas minimal, pada nilai ini berarti terdapat kesalahan pengukuran yang minimum (Botosan, 1997).

Berikut ini disajikan hasil uji reliabilitas menggunakan *cronbach alpha*:

RELIABILITY ANALYSIS - SCALE (ALPHA)

Reliability Coefficients

N of Cases = 90 N of Items = 88

Skor pengungkapan dengan pembobotan : Alpha = 0,6422

Skor pengungkapan tanpa pembobotan : Alpha =0,6000
--

Nilai *cronbach alpha* untuk kedua skor pengungkapan adalah kurang dari 0,8 , yang menunjukkan bahwa terdapat kesalahan pengukuran random dalam pengukuran skor pengungkapan. Hal ini bisa jadi akan mengurangi *power* dari hasil pengujian empiris penelitian ini. Nilai *alpha* ini hampir sama dengan penelitian Botosan (1997, dengan *alpha* = 0,64).

Walaupun nilai *cronbach alpha* pada penelitian ini kurang dari 0.8 namun peneliti tidak mengubah daftar skor pengungkapan dan pengukurannya dengan alasan sebagai berikut :

1. Nilai *cronbach alpha* yang rendah bisa jadi disebabkan item-item pengungkapan pada masing-masing kategori tidak menjelaskan konsep yang sama secara statistik. Penelitian ini menggunakan 11 kategori item pengungkapan (lihat Lampiran 2) (sementara Botosan, 1997 menggunakan 5 kategori). Untuk menguji kesamaan konsep yang dijelaskan masing-masing item pengungkapan pada setiap kategori maka perlu dilakukan *factor analysis* (analisis faktor) untuk mereduksi data dengan melihat korelasi antar item pengungkapan. Korelasi yang cukup kuat antar item akan membentuk pengelompokan (kategori) pengungkapan. Berdasarkan hasil analisis faktor yang dilakukan, seharusnya terdapat 5 kategori item pengungkapan, bukan 11 seperti yang digunakan dalam penelitian ini. Kelompok skor pengungkapan yang diklasifikasikan ke masing-masing kategori pengungkapan adalah kelompok yang memiliki korelasi terkuat dengan kategori yang ditetapkan. Walaupun hasil analisis faktor menunjukkan hanya 5 kategori saja yang seharusnya dipakai, namun peneliti memutuskan untuk tidak menggunakan hasil ini. Karena, ditinjau dari sisi teoritis, pengurangan kategori melalui penggabungan data yang ditunjukkan oleh hasil analisis faktor adalah kurang sesuai. Misalnya penggabungan kelompok item pengungkapan mengenai *projected information* dan *employee information* sebagai satu item adalah kurang tepat, meskipun korelasi antara keduanya secara statistik adalah kuat. Dengan kata lain, dalam hal pembentukan item pengungkapan, penelitian ini lebih mengedepankan korelasi berdasarkan teori dibandingkan korelasi berdasarkan statistik.
2. Nilai *cronbach alpha* yang rendah juga menunjukkan ketidakkonsistenan dalam pengukuran item pengungkapan yang diberikan oleh perusahaan. Hal ini memang merupakan salah satu kelemahan penelitian ini, yaitu tidak ada kontrol yang cukup kuat dalam penghitungan skor yang dilakukan oleh dua orang asisten peneliti. Seharusnya dilakukan penghitungan ulang untuk

mendapatkan konsistensi pengukuran yang bisa jadi meningkatkan nilai *cronbach alpha*, namun menurut peneliti hal ini tidaklah efisien.

Dengan demikian nilai *cronbach alpha* yang rendah dalam penelitian ini tidak ditindaklanjuti, sehingga bisa jadi akan mengurangi *power* dari hasil pengujian empiris penelitian ini.

Hasil Pengujian Hipotesis

1. Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Hasil pengujian hipotesis pertama bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata skor pengungkapan dengan pembobotan dan yang tanpa pembobotan dilakukan dengan:

a. Uji beda dua rata-rata

Hasil uji t untuk rata-rata kedua skor pengungkapan disajikan pada Tabel 3. Nilai signifikansi (*probability value*) dari *output* uji beda tersebut menunjukkan nilai yang tidak signifikan pada tingkat 5% namun signifikan pada tingkat 10% (*probability value* = 0,068, lebih kecil dari 10%). Berarti H_1 diterima pada tingkat signifikansi 10%.

Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua skor pengungkapan tersebut berdasarkan uji beda rata-rata. Nilai signifikansi yang bersifat *mild* (tidak terlalu kuat) akan dibandingkan dengan cara pengujian kedua, melalui perbandingan *adjusted R²* dan *F-statistic*.

b. Perbandingan *adjusted R²* dan *F-statistic*

Model regresi yang akan digunakan untuk perbandingan *adjusted R²* dan probabilitas *F-statistic* adalah sebagai berikut :

$$CAR_{apr-mar,i} = a + b_1 UE_i + b_2 UE_i * Discor_{e_i} + \sum_i$$

Dimana:

$CAR_{apr-mar,i}$: *cumulative abnormal return* perusahaan *i* pada periode April 1999-Maret 2000

UE_i : *unexpected earnings* perusahaan *i* pada tahun 1998

$Discor_{e_i}$: skor pengungkapan sukarela perusahaan *i* pada laporan tahunan 1998, dengan pembobotan atau tanpa pembobotan

Hasil pengujian atas model regresi ini disajikan pada Tabel 4. Hasil pengujian model regresi menunjukkan nilai *adjusted R²* yang lebih tinggi pada

model yang menggunakan data skor dengan pembobotan (17,4% dibanding 5,3% pada model regresi yang menggunakan skor tanpa pembobotan). *F-statistic* yang menjelaskan signifikansi model juga memiliki *p-value* yang lebih rendah pada model yang menggunakan data skor dengan pembobotan. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel independen pada model yang menggunakan skor dengan pembobotan lebih dapat menjelaskan variasi variabel dependen dari reratanya dibandingkan model yang menggunakan data skor tanpa pembobotan.

Hasil perbandingan *adjusted R²* dan *F-statistic* mendukung hasil uji beda rata-rata. Jadi memang terdapat perbedaan yang signifikan antara skor pengungkapan dengan pembobotan dan yang tanpa pembobotan, dan skor pengungkapan dengan pembobotan menghasilkan *explanatory power* yang lebih tinggi. Hasil ini berbeda dengan temuan Chow dan Wong Boren (1987) yang menemukan bahwa skor pengungkapan dengan pembobotan dan tanpa pembobotan tidak berbeda atau identik.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama ini maka untuk pengujian selanjutnya (pengujian hipotesis II) akan digunakan model yang menggunakan data skor dengan pembobotan. Hal ini dilakukan selain karena didukung oleh hasil pengujian hipotesis pertama juga karena secara teori item-item pengungkapan seharusnya memiliki nilai yang berbeda bagi investor.

2. Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua mengenai hubungan tingkat keluasan pengungkapan di laporan tahunan terhadap *current* ERC dilakukan menggunakan model regresi dengan model interaksi. Model regresi yang digunakan adalah:

$$CAR_{apr-mar,i} = a + b_1 UE_i + b_2 Discor_{e,i} + b_3 UE_i * Discor_{e,i} + \sum_i$$

Hasil pengujiannya disajikan pada Tabel 5. Hubungan tingkat keluasan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan terhadap ERC ditentukan dengan melihat arah dan signifikansi koefisien regresi b_3 . Dari Tabel terlihat bahwa hasil pengujian model sebelum dimasukkan variabel kontrol menunjukkan bahwa luas pengungkapan sukarela berhubungan positif dengan ERC dengan tingkat signifikan 5% (nilai koefisien 1.81 dan probabilita 0.0434).

Untuk mengetahui *robustness* dari hasil pengujian tersebut maka penelitian ini menguji kembali model tersebut dengan memasukkan variabel kontrol. Model regresinya adalah :

$$CAR_{\text{apr-mar},j} = a + b_1 UE_i + b_2 \text{Discore}_i + b_3 KAP_i + b_4 BVP_i + b_5 \text{Finlev}_i + b_6 UE_i * \text{Discore}_i + b_7 UE_i * KAP_i + b_8 UE_i * BVP_i + b_9 UE_i * \text{Finlev}_i + \sum_i$$

Hasil pengujiannya disajikan pada Tabel 6. Bisa dilihat bahwa setelah dimasukkan variabel kontrol, hubungan luas pengungkapan sukarela terhadap ERC tetap konsisten dengan hasil pengujian sebelum dimasukkan variabel kontrol, yaitu hubungannya positif pada tingkat signifikansi 5% (nilai koefisien 3,97 dan probabilita 0.00). Dengan demikian, sebelum maupun setelah memasukkan determinan ERC yang lain, hasil penelitian ini mendukung hipotesis bahwa luas pengungkapan sukarela berhubungan positif dengan *current* ERC. Hasil penelitian bahwa luas pengungkapan sukarela berhubungan positif dengan *current* ERC tidak berbeda dengan temuan Widiastuti (2002). Dengan demikian tidak terdapat perbedaan hasil mengenai hubungan luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan terhadap *current* ERC pada periode sebelum krisis (yaitu periode pengamatan pada penelitian Widiastuti (2002) pada tahun 1995-1996) dan setelah krisis (periode 1998-1999 yang digunakan dalam penelitian ini).

Variabel kontrol yang ditemukan memiliki hubungan signifikan dengan *current* ERC adalah nilai buku per saham dan tingkat *financial leverage*. Sesuai prediksi, tanda koefisien untuk kedua variabel ini adalah negatif. Sedangkan variabel kontrol skala kantor akuntan publik ditemukan berhubungan positif namun tidak signifikan. Hal ini berbeda dengan temuan Teoh dan Wong (1993) yang menemukan bahwa skala kantor akuntan publik berpengaruh positif dan signifikan terhadap ERC.

Hasil regresi sebelum maupun sesudah dimasukan variabel kontrol menunjukkan nilai *adjusted R*² masing-masing sebesar 17.4% dan 22.3%. Sementara itu nilai *p-value F-statistic* menunjukkan bahwa variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan pada tingkat 5% dalam menjelaskan variabel dependen (*cumulative abnormal return*).

Analisis Sensitivitas

Untuk mengetahui *robustness* dari hasil pengujian hipotesis II maka dilakukan pengujian tambahan sebagai berikut :

a. Mengubah periode pengukuran *return*

Untuk mengetahui sensitivitas hasil pengujian terhadap perbedaan periode pengukuran return maka dilakukan pengujian dengan periode berbeda. Bila hasil pengujian bersifat *robust* maka hasil pengujian hipotesis akan menunjukkan hasil

yang konsisten, yang mengindikasikan bahwa hasil pengujian tersebut tidak sensitif terhadap perubahan periode pengukuran *return*.

Periode pengukuran *return* yang digunakan pada analisis sensitivitas ini adalah periode 12 bulan dari Januari–Desember 1999 dan periode 15 bulan : Agustus 1998–Oktober 1999 untuk perusahaan berukuran besar dan menengah; dan November 1998–Januari 2000 untuk perusahaan berukuran kecil. Ukuran perusahaan didasarkan pada nilai kapitalisasi pasar : perusahaan sampel dibagi dalam tiga kelompok perusahaan berukuran besar, menengah dan kecil berdasarkan urutan nilai kapitalisasi pasarnya.

Pemilihan periode ini didasarkan pada penelitian Collins dan Kothari (1989) yang menemukan bahwa terdapat perbedaan ukuran asosiasi *return-earnings* yang diukur dari R^2 pada *holding period* yang berbeda-beda. Asosiasi *return-earnings* terbesar ditemukan pada periode 15 bulan.

Hasil pengujiannya disajikan pada Tabel 7. Berdasarkan hasil regresi seperti terlihat pada table, sesuai temuan Collins dan Kothari (1989) R^2 untuk periode 15 bulan memang paling besar (51%) dibandingkan periode 12 bulan (Januari 1999–Desember 1999 dan April 1999–Maret 2000). Berbeda dengan periode April 1999–Maret 2000, pada kedua hasil pengujian sensitivitas tidak ditemukan hubungan yang signifikan antara tingkat keluasan pengungkapan sukarela dengan *current* ERC. Satu penjelasan yang mungkin untuk hal ini adalah bahwa tidak terjadi *price leading earnings* pada sampel. Artinya pada sampel penelitian ini harga saham tidak bergerak mendahului pengumuman laba maupun penerbitan laporan tahunan. Oleh karena itu wajar bila informasi laba dan pengungkapan sukarela tidak mempengaruhi pergerakan harga saham pada periode yang dimulai dari periode sebelum pengumuman kedua jenis informasi tersebut. Dengan demikian hasil analisis sensitivitas ini mendukung hipotesis bahwa informasi laba bersama-sama dengan luas pengungkapan sukarela memang mempengaruhi ERC, karena harga saham baru menunjukkan perubahan setelah kedua jenis informasi tersebut dirilis. Sementara itu berbeda dengan periode April 1999–Maret 2000, variabel kontrol yang memiliki asosiasi signifikan adalah skala kantor akuntan publik, pada periode pengukuran *return* 15 bulan.

Secara keseluruhan hasil pengujian sensitivitas pada periode pengukuran *return* yang berbeda menunjukkan hasil yang konsisten dengan periode April 1999–Maret 2000. Dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi perubahan pada hasil pengujian hipotesis II.

b. Mengubah pengukuran laba menjadi *earnings level*

Analisis sensitivitas kedua yang dilakukan adalah dengan mengubah pengukuran laba menjadi *earnings level* (laba pada tahun 1998) dan bukan

earnings changes (laba tahun 1998 dikurangi laba tahun sebelumnya). Hal ini didasarkan pada temuan Donnelly (2002), bahwa pada periode saat banyak terjadi kerugian maka penggunaan *earnings level* adalah lebih baik dalam menjelaskan hubungan *return-earnings*. Penelitian ini mengambil periode pengamatan setelah krisis, dengan sampel yang mengalami kerugian sebanyak 55 perusahaan (sekitar 61%) dari total sampel 90 perusahaan. Berdasarkan temuan Donnelly maka dengan menggunakan *earnings level*, koefisien ERC seharusnya akan lebih tinggi dibandingkan hasil pengujian hipotesis II.

Hasil pengujiannya disajikan pada Tabel 8. Berdasarkan tabel tersebut, luas pengungkapan sukarela ditemukan berhubungan positif dengan ERC, sama dengan hasil pengujian hipotesis II. Berbeda dengan temuan Donnelly (2002) koefisien interaksi laba dan tingkat pengungkapan pada model yang menggunakan *earnings level* tidak lebih tinggi dibandingkan model regresi yang menggunakan *earnings changes* (1,98 pada model dengan *earnings level* dan 3,97 pada model dengan *earnings changes*). Tidak ada variabel kontrol yang ditemukan signifikan pada model yang menggunakan *earnings level*.

Pembahasan Secara Umum terhadap Hasil Analisis Sensitivitas

Secara keseluruhan hasil penelitian cukup *robust* terhadap beberapa perubahan yang dilakukan pada analisis sensitivitas. *Pertama*, hasil pengujian menggunakan periode pengukuran selain periode April 1999-Maret 2000 lebih lemah namun tetap konsisten mendukung hipotesis II. *Kedua*, hasil pengujian menggunakan *earnings level* juga secara konsisten mendukung hipotesis II. Variabel kontrol yang ditemukan memiliki hubungan signifikan ternyata berbeda-beda berdasarkan analisis sensitivitas. Namun karena fokus penelitian ini adalah pada asosiasi luas pengungkapan sukarela dengan ERC maka untuk menentukan variabel kontrol yang memiliki hubungan dengan ERC digunakan hasil pengujian hipotesis II yaitu variabel kontrol nilai buku per saham dan tingkat *financial leverage*.

Kesimpulan

Setelah dilakukan analisis terhadap tingkat keluasan pengungkapan sukarela pada laporan tahunan dan hubungannya dengan *current* ERC maka dapat disimpulkan bahwa skor pengungkapan dengan pembobotan dengan yang tanpa pembobotan ditemukan berbeda secara signifikan. Hasil pengujian ini mendukung hipotesis I, dan berbeda dengan temuan Chow dan Wong Boren (1987).

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat keluasan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan berhubungan positif dengan *current* ERC. Hasil ini mendukung hipotesis II. Jadi keinformatifan laba dan pengungkapan sukarela bersifat komplementer dalam mempengaruhi imbal hasil saham.
2. Hasil penelitian yang mendukung hipotesis II adalah konsisten dengan hasil penelitian Widiastuti (2002) dan Gelb dan Zarowin (2000). Penelitian Widiastuti menemukan pengaruh yang positif dalam pengaruh luas pengungkapan sukarela terhadap *current* ERC, namun hasil ini tidak mendukung hipotesis yang dikembangkannya.
3. Variabel kontrol yang ditemukan signifikan adalah nilai buku per saham dan tingkat *financial leverage*. Variabel skala kantor akuntan publik ditemukan tidak signifikan dalam hubungannya dengan ERC.
4. Hasil analisis sensitivitas menunjukkan hasil pengujian cukup *robust* terhadap perubahan periode pengukuran *return* dan perubahan pengukuran *earnings*.

Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini mengambil sampel yang berasal dari satu industri, yaitu industri manufaktur saja, untuk mengeliminasi perbedaan pola pengungkapan antar industri. Meskipun hal ini sebenarnya bukan keterbatasan penelitian, namun untuk melihat *generalizability* dari hasil penelitian ini pada industri yang lain maka penelitian selanjutnya bisa mengambil sampel dari industri lain agar bisa dilihat perbandingan hasilnya. Sebagai konsekuensinya, daftar item pengungkapan harus dimodifikasi agar sesuai dengan pengungkapan pada jenis industri yang lain.
2. Skor pengungkapan dalam penelitian ini memiliki nilai uji reliabilitas yang kurang memadai. Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan perbaikan dalam desain item dan skor pengungkapan, serta kontrol yang kuat dalam proses penghitungan skor.
3. Penelitian berikutnya perlu mempertimbangkan untuk melepaskan asumsi bahwa luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan dapat memberikan informasi tentang *expected future earnings* dengan memasukkan variabel *expected future earnings* ke dalam model penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung, I Gusti Ngurah. 1992. *Metode Penelitian Sosial*. Gramedia, Jakarta.
- Ahmed, K. 1995 "The Effect of Corporate Characteristics on Disclosure Quality in Corporate Annual Reports: A Meta-analysis. *Working Paper*. Victoria University of Wellington, New Zealand.
- Alford, Andrew, Jennifer Jones, Richard Leftwich dan Mark Zmijewski. 1993. "The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries." *Journal of Accounting Research*, 31, Supplement, pp. 183-223.
- Amihud, Y., dan H. Mendelson. 1986. "Asset Pricing and the Bid-ask Spread." *Journal of Financial Economics* (17), pp 223-249.
- Atiase, R. 1985. "Predisclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior around Earnings Announcements." *Journal of Accounting Research* 29 (Spring), pp. 21-35.
- Ball, R., dan P. Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn), pp. 159-178.
- Basu, Sadipto. 1997. "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings." *Journal of Accounting and Economics*. 24, pp. 3-37.
- Beaver, W., R. Lambert, dan D. Morse. 1980. "The Information Content of Security Prices." *Journal of Accounting and Economics* 2 (1), pp. 3-28.
- Beaver, William H. 1996. "Directions in Accounting Research: NEAR and FAR." *Accounting Horizons*. Vol.10 No.2, pp. 113-124.
- Botosan, Christine A. dan Marlene A. Plumlee. "Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital." <http://papers.ssrn.com> (April 2000)

- Botosan, Christine A. "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital" *The Accounting Review* (July 1997), pp 323-349.
- Buzby, S.L. 1975. "Company Size, Listed versus Unlisted Stocks and the Extent of Financial Disclosure." *Journal of Accounting Research*, pp.16-37.
- Cerf, A. R. 1961. *Corporate Reporting dan Investment Decision*. Berkeley : University of California Press.
- Cho, J.Y. dan K. Jung. 1991. "Earnings Response Coefficients : A Synthesis of Theory and Empirical Evidence." *Journal of Accounting Literature* 10, pp. 85-116.
- Choi, Frederick D.S. dan Gerhard G. Mueller. 1992. *International Accounting*. Second Edition. London : Prentice Hall, Inc.
- Chow, Chee W., dan Adrian Wong-Boren. 1987. "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation." *Accounting Review* (July), pp. 533-541.
- Clarkson, P., J. Guedes, dan R. Thompson. 1996. "On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk." *Journal of Financial dan Quantitative Analysis* (March), pp. 69-84.
- Collins, D. dan S. Kothari. 1989. "An Analysis of the Intertemporal and Cross-sectional Determinants Of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2), pp.143-182.
- , E. Maydew, and I. Weiss. 1997. "Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years." *Journal of Accounting and Economics* 24, pp. 39-67.
- , S. Kothari, dan J. Rayburn. 1987. "Firm Size and the Information Content of Prices With Respect to Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 9 (2), pp. 111-139.

- Cooke, T.E. dan R.S.O. Wallace. 1989. "Global Surveys of Corporate Disclosure Practices and Audit Firms : A Review Essay". *Accounting & Business Research*, winter, pp. 47-57.
- Cooke, T.E. 1989. "Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies". *Accounting & Business Research* 19 (Spring), pp. 113-124.
- , 1992. "The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations." *Accounting & Business Research* 22 (Summer), pp. 229-237.
- , 1993. "Disclosure in Japanese Corporate Annual Reports." *Journal of Business Finance & Accounting* 20 (Juni), pp. 521-535.
- Courtis, John K. 1992. "The Reliability of Perception-based Annual Report Disclosure Studies." *Accounting & Business* 23 (Winter), pp. 31-43.
- Dhaliwal, D. dan S. Reynolds. 1994. "The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient." *The Accounting Review* (April), pp. 412-420.
- Diamond D., dan R. Verrecchia. 1991 "Disclosure, Liquidity and the Cost of Equity Capital." *The Journal of Finance* (September), pp. 1325-1360.
- Donnelly, Ray. 2002. "Earnings Persistence, Losses and the Estimation of Earnings Response Coefficients." *ABACUS* (38), pp. 121-133.
- Edwards, E., dan P. Bell. 1961. *The Theory and Measurement of Business Income*. Berkeley, CA : University of California Press.
- Elliot, Robert K. dan Peter D. Jacobson. 1994. "Cost and Benefits of Business Information Disclosure." *Accounting Horizon* 8 (Dec), pp. 80-96.
- Espahbodi, Reza. "On the Factors Influencing Return-Earnings Relationship" Style Sheet. <http://papers.ssrn.com> . 2001.

- Feltham, G., dan J. Ohlson. 1995. "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities." *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp 689-731.
- Fishman, Michel J. dan Kathleen M. Hagerty. 1989. "Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency." *The Journal of Finance* (44), pp. 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*. Bandung : Universitas Padjajaran dan Ikatan Akuntan Indonesia, pp. 133-154.
- Freeman, R. dan S. Tse. 1992. "A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings." *Journal of Accounting Research* 30, pp. 185-209.
- Gelb, David dan Paul Zarowin. "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices." Style Sheet. <http://papers.ssrn.com> (Juni 2000).
- Grant, E. 1980. "Market Implications of Differential Amounts of Interim Information." *Journal of Accounting Research* 18 (Spring), pp. 255-268.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. 3th edition. McGraw-Hill International Editions.
- Gunawan, Yuniati. 2000. "Analisis Pengungkapan Informasi Laporan Tahunan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*. Depok : Universitas Indonsia dan Ikatan Akuntan Indonesia, pp.78-98.
- Handa, P., dan S. Linn. 1993. "Arbitrage Pricing with Estimation Risk." *Journal of Financial Economics* (March), pp. 81-100.
- Hayn, C. 1995. "The Information Content of Losses." *Journal of Accounting and Economics* 20, pp. 125-153.

- Hendriksen, Eldon S. 1982. *Accounting Theory*. 4th Edition, Richard D. Irwin Inc.
- Holthausen, R. dan R. Verrecchia. 1988. "The Effects of Sequential Information Release on the Variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Assets Market." *Journal of Accounting Research* 26 (Spring), pp. 82-106.
- Imhoff Jr., E.A. 1992. "The Relation between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of the Firm." *Journal of Accounting dan Public Policy*, 11, Summer, pp. 97-118.
- Komalasari, Puput Tri. 2000. "Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*. Depok: Universitas Indonesia dan Ikatan Akuntan Indonesia, pp. 907-929.
- Kormendi, R. dan R. Lipe. 1987. "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns." *Journal of Business* (July), pp. 323-345.
- Kothari, S. 1992. "Price Earnings Regression in the Presence of Prices Leading Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 15 (3), pp. 173-202.
- Lang, M. dan R. Lundholm. 1993. "Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures." *Journal of Accounting Research* 31, pp. 246-271.
- Lang, Mark dan Russel Lundholm, 1996. "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior." *Accounting Review* (71), pp. 467-492.
- Lev, B. 1989. "On Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research." *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement), pp. 153-192.
- Lev, Baruch. 1992. "Information Disclosure Strategy." *California Management Review* 34 (Summer), pp. 9-32.
- Mardiyah, Aida Ainul. 2002. "Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Capital." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5 (2), pp. 229-256.

- Hendriksen, Eldon S. 1982. *Accounting Theory*. 4th Edition, Richard D. Irwin Inc.
- Holthausen, R. dan R. Verrecchia. 1988. "The Effects of Sequential Information Release on the Variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Assets Market." *Journal of Accounting Research* 26 (Spring), pp. 82-106.
- Imhoff Jr., E.A. 1992. "The Relation between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of the Firm." *Journal of Accounting dan Public Policy*, 11, Summer, pp. 97-118.
- Komalasari, Puput Tri. 2000. "Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*. Depok: Universitas Indonsia dan Ikatan Akuntan Indonesia, pp. 907-929.
- Kormendi, R. dan R. Lipe. 1987. "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns." *Journal of Business* (July), pp. 323-345.
- Kothari, S. 1992. "Price Earnings Regression in the Presence of Prices Leading Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 15 (3), pp. 173-202.
- Lang, M. dan R. Lundholm. 1993. "Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures." *Journal of Accounting Research* 31, pp. 246-271.
- Lang, Mark dan Russel Lundholm, 1996. "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior." *Accounting Review* (71), pp. 467-492.
- Lev, B. 1989. "On Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research." *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement), pp. 153-192.
- Lev, Baruch. 1992. "Information Disclosure Strategy." *California Management Review* 34 (Summer), pp. 9-32.
- Mardiyah, Aida Ainul. 2002. "Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Capital." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5 (2), pp. 229-256.

- Marston, C.L., dan P.J. Shrives. 1991. "The Use of Disclosure Indices in Accounting Research : A Review Article." *British Accounting Review* 23, pp. 195-210.
- Marwata. 2001. "Hubungan antara Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik di Indonesia." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi IV*. Bandung: Universitas Padjajaran dan Ikatan Akuntan Indonesia, pp. 155-173.
- Meek, Gary K., Clare B. Roberts dan Sidney J. Gray. 1995. "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations." *Journal of International Business Studies* 26 (Third Quarter), pp. 555-572.
- Ohlson, J. 1995. "Earnings, Book Value, and Dividends in Security Valuation." *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp. 661-687.
- Powell, Ronan G. 1998. "Takeover Prediction Models and Portfolio Strategies : A Multinomial Approach." The School of Banking and Finance, UNSW, Australia.
- Ramakhrisnan, R. dan J. Thomas. 1993. "Valuation of Permanent, Transitory and Price Irrelevant Components of Reported Earnings." *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 13, pp. 301-336.
- Ronen, Joshua, Tavy Ronen, dan Varda Yaari. 2003. "The Effect of Voluntary Disclosure and Preemptive Preannouncements on Earnings Response Coefficients (ERC) when Firms Manage Earnings." *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. (Summer), pp 379.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business*. 4th edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Sengupta, Parta. "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt." *The Accounting Review* (October 1998), pp 459-474.
- Shingvi, Surendra S. dan Harsha B. Desai. 1971. "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure." *The Accounting Review*, pp. 129 - 138.

- Sitanggang, Jatipingkir. 2002. "Faktor – faktor Penentu Tingkat Pengungkapan Sukarela serta Pengaruh Pengungkapan Sukarela terhadap Likuiditas dan Volatilitas Harga Saham di Bursa Efek Jakarta." Disertasi Pascasarjana, Universitas Indonesia.
- Suripto, Bambang dan Zaki Baridwan. 1999. "Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi II*. Malang : Universitas Brawijaya.
- Susanto, Djoko. 1992. "An Empirical Investigation of the Extent of Corporate Disclosure in Annual Reports Companies Listed on the Jakarta Stock Exchange." Ph.D Dissertation, University of Arkansas, USA.
- Teoh, S. dan T. Wong. 1993. "Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient." *The Accounting Review* 68 (April), pp. 346-367.
- Tjakradinata, Emma Siamuljati. 2000. "Studi Empiris atas Kualitas Pengungkapan (Disclosure) Laporan Tahunan dan Pengaruhnya terhadap Dispersi Harga Saham Perusahaan yang Tercatat pada Bursa Efek Jakarta." Tesis Pascasarjana, Universitas Indonesia.
- Warfield, T., J. Wild, dan K. Wild. 1995. "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 20 (1), pp. 61-91.
- Welker, M. 1995. "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets." *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp. 801-828.
- White, Gerald I., Ashwinpaul C. Sondhi, dan Dov Fried. 1998. *The Analysis dan Use of Financial Statements*. John Wiley and Sons.
- Widiastuti, Harjanti. 2002. "Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan terhadap Earnings Response Coefficient (ERC)." *Makalah Simposium Nasional Akuntansi V*

TABEL HASIL PENGUJIAN**Tabel 1. Deskripsi Statistik**

	CAR Apr-Mar	UE98	Discl Bobot	Discl tanpa bobot	KAP	BVP	FINLEV
Mean	-0.401	-1.825	0.146	0.156	0.900	-0.103	1.983
Median	-0.531	-0.126	0.122	0.159	1.000	0.763	0.347
Max	3.895	7.288	0.329	0.293	1.000	13.951	38.317
Min	-4.026	-115.250	0.030	0.037	0.000	-49.680	0.000
Std. Dev.	1.635	12.257	0.073	0.050	0.302	6.508	4.960
Skewness	0.126	-8.950	0.894	0.275	-2.667	-5.129	5.123
Observations	90	90	90	90	90	90	90

Tabel 2. Kualitas Pengungkapan Laporan Tahunan untuk Setiap Kategori Item Pengungkapan

No.	Kategori Item Pengungkapan	Jml. Perush. yang mengungkap-kan (%)*	Rata-rata Kualitas Pengungkapan		Nilai Maksimum Kualitas Pengungkapan		Nilai Minimum Kualitas Pengungkapan	
			Bobot	Nnbt**	Bobot	Nnbt	Bobot	Nnbt
1	Background information	100%	0.278	0.411	0.471	0.636	0.059	0.091
2	Financial overview	25%	0.050	0.076	0.429	0.500	0	0
3	Key non-financial statistics	67%	0.085	0.086	0.313	0.313	0	0
4	Projected information	81%	0.078	0.097	0.259	0.273	0	0
5	Management discussion and analysis	93%	0.219	0.248	0.700	0.700	0	0
6	Research and development activities	20%	0.051	0.051	0.250	0.250	0	0
7	Employee information	58%	0.095	0.077	0.333	0.300	0	0
8	Social reporting and value added information	10%	0.017	0.025	0.167	0.250	0	0
9	Capital market data	14%	0.109	0.109	1	1	0	0
10	Description of corporate governance	46%	0.061	0.062	0.273	0.250	0	0
11	Disclosure on the effect of economic crisis	77%	0.355	0.522	1	1	0	0

Catatan : *) merupakan prosentase jumlah perusahaan yang melakukan pengungkapan pada setiap kategori item pengungkapan

***) singkatan dari non bobot (skor pengungkapan tanpa pembobotan)

Nilai rata-rata, nilai maksimum dan nilai minimum skor pengungkapan untuk masing-masing kategori dihitung berdasarkan perbandingan jumlah item yang diungkapkan perusahaan terhadap total skor untuk masing-masing kategori.

Tabel 3. Paired Differences

Mean	Std. Dev	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
			Lower	Upper			
-1.1E-02	5.549E-02	5.85E-03	-2.2E-02	8.22E-04	-1.846	89	0.068

Tabel 4. Perbandingan adjusted R² dan F-statistic

Variable	Skor dengan Pembobotan				Skor tanpa Pembobotan			
	Coef	Std. Error	t-Stat	Prob.	Coef	Std. Error	t-Stat	Prob.
A	0.766	0.354	2.162	0.033	0.130	0.560	0.231	0.818
UE	-0.414	0.194	-2.134	0.036	0.707	0.274	2.578	0.012
Discore	-8.949	2.170	-4.124	0.000	-3.957	3.447	-1.148	0.254
UE* Discore	1.813	0.884	2.051	0.043	-4.915	1.871	-2.627	0.010
R-squared	0.202				0.085			
Adj. R-squared	0.174				0.053			
Durbin-Watson stat	1.946				1.903			
F-statistic	7.257				2.671			
Prob (F-statistic)	0.000				0.052			

Catatan : Pengujian ekonometrika telah dilakukan untuk model ini dan tidak ditemukan gejala multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis Kedua, Tanpa Variabel Kontrol

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
A	0.766091	0.354291	2.162324	0.0334
UE	-0.414376	0.194190	-2.133877	0.0357
Discore	-8.948612	2.169875	-4.124022	0.0001
UE* Discore	1.812623	0.883979	2.050527	0.0434*
R-squared	0.202019	F-statistic		7.257323
Adjusted R-squared	0.174182	Prob(F-statistic)		0.000214
Durbin-Watson stat	1.945841			

*signifikan pada tingkat 5%

Catatan : Pengujian ekonometrika telah dilakukan untuk model ini dan tidak ditemukan gejala multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis Kedua, Dengan Variabel Kontrol

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
A	0.383307	0.410758	0.933170	0.3535
UE	-0.838418	0.237409	-3.531527	0.0007
Discore	-8.498584	2.289321	-3.712273	0.0004
KAP	0.344098	0.313502	1.097595	0.2757
BVP	-0.107656	0.027331	-3.938991	0.0002
Finlev	0.081136	0.027392	2.962009	0.0040
UE*Discore	3.972792	0.895818	4.434819	0.0000*
UE*KAP	0.382097	0.276837	1.380224	0.1714
UE*BVP	-0.026698	0.007537	-3.542424	0.0007*
UE*Finlev	-0.239571	0.069136	-3.465215	0.0009*
<i>R-squared</i>	0.301493			
<i>Adjusted R-squared</i>	0.222911			
<i>Durbin-Watson stat</i>	2.014758			
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000455			

*signifikan pada tingkat 5%

Catatan : pada model tidak ditemukan gejala multikolinearitas dan autokorelasi, namun terdapat heteroskedastisitas sehingga digunakan White's *heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator* agar model bebas dari gejala ini.

Tabel 7. Analisis Sensitivitas dengan mengubah periode pengukuran *return*

Periode Januari–Desember 1999					Periode Agustus 1998–Oktober 1999 dan November 1998–Januari 2000			
<i>Variable</i>	<i>Coef</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>	<i>Coef</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
A	0.323	0.766	0.422	0.674	-32.780	15.728	-2.084	0.040
UE	-0.054	0.425	-0.126	0.900	-61.204	28.463	-2.150	0.035
Discore	0.835	2.499	0.334	0.739	37.029	25.297	1.464	0.147
KAP	-0.344	0.705	-0.488	0.627	23.599	14.432	1.635	0.106
BVP	-0.001	0.043	-0.031	0.976	-0.589	0.668	-0.883	0.380
Finlev	0.024	0.043	0.565	0.574	-0.514	0.466	-1.103	0.273
UE*Discore	-0.299	1.426	-0.209	0.835	9.167	14.348	0.639	0.525
UE*KAP	0.161	0.418	0.386	0.701	59.301	28.478	2.082	0.041*
UE*BVP	0.000	0.011	-0.031	0.975	0.068	0.116	0.589	0.558
UE*Finlev	-0.013	0.096	-0.135	0.893	0.307	1.173	0.262	0.794
<i>R-squared</i>	0.018				0.561			
<i>Adjusted R-squared</i>	-0.092				0.511			
<i>Durbin-Watson stat</i>	1.911				1.304			
<i>F-statistic</i>	0.163				11.347			
<i>Prob(Fstat)</i>	0.997				0.000			

*signifikan pada tingkat 5

Tabel 8. Analisis Sensitivitas, dengan mengubah pengukuran laba

<i>White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance</i>				
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
A	0.453461	0.361833	1.253233	0.2138
UE	-0.354486	0.111386	-3.182498	0.0021
Discore	-8.648455	2.289889	-3.776802	0.0003
KAP	0.192669	0.281137	0.685323	0.4951
BVP	-0.027697	0.067740	-0.408873	0.6837
Finlev	0.021025	0.049372	0.425843	0.6714
UE*Discore	1.976651	0.702705	2.812917	0.0062*
UE*KAP	-0.086637	0.113913	-0.760555	0.4492
UE*BVP	0.000115	0.002493	0.046283	0.9632
UE*Finlev	-0.000374	0.009449	-0.039580	0.9685
<i>R-squared</i>	0.260244	<i>Mean dependent var</i>		-0.401067
<i>Adjusted R-squared</i>	0.177022	<i>S.D. dependent var</i>		1.635452
<i>S.E. of regression</i>	1.483652	<i>Akaike info criterion</i>		3.731330
<i>Sum squared resid</i>	176.0979	<i>Schwarz criterion</i>		4.009086
<i>Log likelihood</i>	-157.9098	<i>F-statistic</i>		3.127088
<i>Durbin-Watson stat</i>	1.897746	<i>Prob(F-statistic)</i>		0.002829

*signifikan pada tingkat 5%