

***EARNING PER SHARE, BOOK VALUE EQUITY, DAN CASH FLOW
OPERATION PADA BUY HOLD ABNORMAL RETURN PRIMARY TREND
SAHAM LQ-45 (PERIODE 2010-2012)***

Elizabeth Lucky Maretha Sitinjak³

Yusni Warastuti⁴

Heribertus Sri Sulistyanto⁵

Abstract

The purpose of this study was to investigate the value relevance of accounting information (EPS, BVE, and CFO) against the decision of buying and holding stocks (buy and hold). This study uses regression model with abnormal return (BHAR) to see the value relevance of accounting information on the behavior of buying, selling and holding shares in the Indonesian Capital Market. Sample of companies used in this study, the LQ-45 firms over three years (2010-2012). The study also looked phases that exist in the primary trend (accumulation phase, a public participation phase, the phase distribution). The results of this study, showing the value relevance of accounting information in the EPS trend of public participation phase.

Keywords: *Value Relevance, Earnings per Share (EPS), Book Value Equity (BVE), Cash Flow Operation (CFO), the accumulation phase, a public participation phase, the phase distribution*

1. Latar Belakang Masalah

Indeks saham gabungan (IHSG) merupakan indikator untuk melihat kondisi pasar saham di Indonesia. IHSG diwarnai beberapa gejolak pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2012, sebagai imbas peningkatan risiko eksternal, yaitu krisis Eropa, krisis Amerika, dan perlambatan ekonomi China. Hal ini terlihat pada turun naiknya penutupan IHSG pada tahun 2010, 2011, dan 2012. IHSG tahun 2010 ditutup pada level 3.703,51 atau tumbuh sebesar 46,13 persen dibandingkan tahun 2009, sedangkan pada tahun 2011, IHSG ditutup pada level 3.812,99 atau tumbuh hanya 2,96 persen saja. Namun mengalami kenaikan kembali pada tahun 2012, sebesar 13,21 persen, karena pada akhir tahun 2012 IHSG ditutup pada level 4.316,69 (www.bi.go.id; www.idx.co.id). Hal ini menunjukkan ada *up-trend* pada *major trend* tahun pengamatan. Dibalik meningkatnya pertumbuhan pasar modal Indonesia, ada faktor makro ekonomi Indonesia yang mempengaruhinya.

Kondisi ekonomi makro Indonesia selama periode pengamatan, memiliki pertumbuhan GDP sebesar 6,1 persen tahun 2010, 6,5 persen tahun 2011, dan 6,23 persen untuk tahun 2012. Tingkat inflasi tahun 2010 sebesar 6,98 persen, namun mengalami penurunan sampai dengan 4,30 persen pada tahun 2012 (www.bi.go.id). Hal ini menunjukkan keadaan

³ Dosen akuntansi Universitas Katolik Soegijapranata Semarang

⁴ Dosen akuntansi Universitas Katolik Soegijapranata Semarang

⁵ Dosen akuntansi Universitas Katolik Soegijapranata Semarang

perekonomian Indonesia pada tahun pengamatan mengalami pertumbuhan positif, sehingga para investor dari dalam negeri maupun luar negeri yang menanamkan investasinya pada pasar modal Indonesia mengalami kenaikan. Terlihat pada besarnya investor dalam negeri secara berurutan mengalami kenaikan dari tahun 2010 sampai dengan 2012 sebesar 37,20 persen, 40,14 persen, dan 41,21 persen. Pada investor luar negeri terlihat pada kenaikan besaran dana yang ditanamkan secara berurutan dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2012 sebesar 131.909 million USD, 138.055 million USD, dan 153.504 million USD (www.ksei.co.id). Kondisi makro ekonomi Indonesia yang positif ini, didukung oleh pertumbuhan industri yang positif pula. Hal ini tidak terlepas dari informasi akuntansi dari perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Laporan keuangan dilaporkan kepada publik secara tahunan, triwulanan, dan tengah tahunan untuk memberikan laporan kinerja sesuai dengan periode yang dilaporkan.

Laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan menjadi sarana para investor untuk memutuskan membeli, menjual, atau memegang saham perusahaan tersebut. Hal ini sering disebut analisis secara fundamental. Disamping itu, ada analisis teknikal yang lebih melihat pola-pola *historical price* perusahaan yang *listed* di pasar modal, dibantu oleh indikator-indikator seperti *Moving Average Convergence Divergence* (MACD), *stochastic oscillator*, dan *Relative Strength Index* (RSI). Analisis teknikal ini sering digunakan untuk menentukan saat yang tepat untuk membeli, menjual, dan memegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengkombinasi analisis fundamental dan teknikal dengan cara membagi *primary trend* menjadi tiga fase *trend* pergerakan Pasar Modal di Indonesia (kondisi pasar modal 2010 sampai dengan 2012), serta analisis relevansi nilai untuk informasi akuntansi *Earning Per Share* (EPS) mewakili Laporan Laba Rugi, *Book Value per Equity* (BVE) mewakili Laporan Posisi Keuangan, dan *Cash Flow Operation* (CFO) mewakili Laporan Arus Kas perusahaan yang *listed* di pasar modal Indonesia.

Laporan keuangan memiliki karakteristik kualitatif pokok yaitu informasi akuntansi harus relevan untuk memenuhi kebutuhan pengguna dalam proses pengambilan keputusan. Informasi memiliki kualitas relevan kalau dapat mempengaruhi keputusan ekonomi pengguna dengan membantu mereka mengevaluasi peristiwa masa lalu, masa kini, atau masa depan, menegaskan, atau mengoreksi, hasil evaluasi pengguna masa lalu (IAI, 2009). Namun demikian, penelitian tentang besaran nilai relevansi laporan keuangan di pasar modal masih beragam. Penelitian Lev pada tahun 1989, menunjukkan relevansi nilai laba bersih sekitar 2 sampai 5 persen untuk periode jendela pendek, dan 1 sampai 10 persen untuk periode jendela panjang (selama 16 bulan imbal hasil dari laporan keuangan tahunan). Barth et al. (2001) menunjukkan relevansi nilai laba bersih paling tinggi 10 persen. Hasil penelitian Ragab dan Omran (2006) menunjukkan informasi akuntansi memiliki *value relevance* terhadap harga pasar. Pasar Modal Egyptian lebih banyak memiliki *short-term horizon*, dikarenakan EPS pada tahun itu sendiri lebih signifikan berpengaruh daripada *earnings levels* maupun *earnings changes*. EPS lebih sering digunakan oleh para investor dalam membuat keputusan berinvestasi.

Selain informasi akuntansi *earnings* atau *Earnings per Share* (EPS) yang diperhatikan oleh investor, informasi akuntansi lainnya adalah nilai buku ekuitas dan arus kas operasi perusahaan. Aboody, et al. (2002) dalam penelitiannya menguji ketiga informasi tersebut. Hasil penelitiannya mengungkapkan koefisien *earnings* sebesar 90 persen, *book value* 82 persen, serta *cash flow* sebesar 62,4 persen. Hasil penelitian Kwon (2009) mengatakan *earnings*, *book value*, serta *cash flow* masing-masing memiliki arah yang positif, namun

diantara ketiganya yang paling besar koefisiennya adalah *cash flow* sebesar 98 persen, sedangkan *book value* sebesar 37 persen dan *earnings* mendekati nol persen. Hal ini memperlihatkan pasar modal Korea cenderung melihat informasi akuntansi *cash flow* terlebih dahulu daripada informasi akuntansi lainnya.

Penelitian Karunaratne, *et al.*(2009) di Colombo Stock Exchange (CSE), EPS memiliki relevansi nilai yang tinggi yaitu sebesar 34,6 persen, sedangkan *book value* dan *cash flow* masing-masing memiliki relevansi nilai sebesar 25, 4 persen, dan 8,3 persen. Hal ini memperlihatkan EPS lebih sering digunakan investor dalam membuat keputusan berinvestasi, diikuti oleh informasi akuntansi *book value* dan *cash flow*.

Penelitian-penelitian relevansi nilai informasi akuntansi yang dilakukan di Indonesia oleh Lako (2005) menunjukkan relevansi Nilai Buku Ekuitas (NBE) dan Laba Bersih (LB) memiliki 0,6 persen sampai dengan 29,8 persen. Mayangsari (2004) menunjukkan adanya penurunan relevansi nilai buku ekuitas dan laba bersih pada tahun 1995-1998. Suwardi (2005) mendapatkan bukti bahwa relevansi nilai buku ekuitas dan laba meningkat selama tahun 1992-1994, 1996-1997, dan 1999-2001, namun menurun pada tahun 1995 dan 1998. Hasil-hasil ini menunjukkan adanya besar kecilnya nilai relevansi informasi akuntansi.

Atas dasar perbedaan hasil penelitian terdahulu di atas, maka penelitian ini dilakukan untuk menjawab pertanyaan umum yaitu apakah terdapat pengaruh relevansi nilai informasi akuntansi terhadap keputusan berinvestasi saham? Sedangkan pertanyaan-pertanyaan khusus penelitian ini sebagai berikut apakah ada pengaruh relevansi nilai informasi akuntansi *Earning per Share* (EPS) terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)? Apakah ada pengaruh relevansi nilai informasi akuntansi *Book Value Equity* (BVE) terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)? Apakah ada pengaruh relevansi nilai informasi akuntansi *Cash Flow Operation* (CFO) terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)?

Manfaat dari penelitian ini dapat menjadi masukkan dalam riset akuntansi keuangan yaitu mengembangkan relevansi nilai informasi akuntansi dan penelitian perilaku investor lebih lanjut. Bagi investor individu, penelitian ini memberikan masukkan mengenai relevansi nilai informasi akuntansi (EPS, BVE dan CFO) dengan kondisi pasar modal mengalami fase akumulasi, fase partisipasi, dan fase distribusi (*DOW Theory*).

2. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Dow Theory oleh Charles Dow (pendiri *The Wall Street Journal*), merupakan *grandfather* analisis teknikal. Tujuan *Dow Theory* adalah identifikasi trend jangka panjang harga pasar saham. Ada dua indikator pada *Dow Theory*, yaitu *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) dan *Dow Jones Transportation Average* (DJTA). DJIA adalah kunci indikator pembuatan trend, sedangkan DJTA sebagai signal konfirmasi menerima atau menolak.

Dow Theory memiliki 3 jenis *trend*, yaitu *trend* utama, *trend* tengah, dan *trend* minor. *Trend* utama merupakan pergerakan harga saham dengan jangka waktu yang panjang (beberapa bulan atau beberapa tahun). *Trend* tengah dibentuk dengan pergerakan harga saham jangka pendek. *Trend* minor, merupakan pergerakan harian dan mencakup lebih kecil pergerakan harga sahamnya dibanding *trend* tengah atau medium. *Dow Theory* juga mengungkapkan pergerakan pasar merefleksikan informasi. Pergerakan *trend* utama memiliki 3 fase, yaitu fase akumulasi, fase partisipasi publik, dan fase distribusi.

Ragab dan Omran (2006) memperlihatkan dari sisi membeli dan memegang saham (BHR), penelitiannya memperlihatkan valuasi saham sangat akurat dalam memilih saham yang akan dibeli, dikarenakan relevansi nilai informasi akuntansi di Mesir sekitar 6 sampai

17 persen, baik itu berdasarkan *price* model maupun *return* model (*Emerging Market Data Base/ EMDDB*). Relevansi nilai untuk perubahan laba sekitar 6 sampai 21 persen. Relevansi nilai market value dan earning secara tahunan. sekitar 40,36 sampai 76,04 persen. Hal ini menunjukkan perilaku investor untuk pengumuman tahunan lebih tinggi relevansi nilainya.

Kahneman dan Tversky (1979) membangun model *prospect theory* sebagai alternatif model menggantikan *expected utility theory* dalam mengungkapkan membuat keputusan dengan risiko-risiko yang harus dihadapi. Hasilnya memperlihatkan preferensi dengan prospek positif akan lebih banyak memilih kepastian mendapat keuntungan atau probabilitas yang besar untuk mendapatkan keuntungan, sedangkan preferensi dengan prospek negatif akan cenderung memilih yang tidak pasti karena mengharapkan kerugian itu tidak terrealisasi, serta probabilitas kecil untuk tingkat kerugian yang besar, dan probabilitas yang agak besar untuk kerugian yang lebih rendah. Investor akan lebih cenderung memegang lama sekuritasnya daripada melakukan penjualan pada saat mengalami kerugian. Penelitian ini juga telah diterapkan penelitian dengan menggunakan eksperimen oleh Sitinjak (2012), hasil penelitiannya memperlihatkan kecenderungan para investor domestik melakukan efek disposisi, menahan saham yang rugi terlalu lama dibandingkan melepaskan saham yang mendapatkan keuntungan.

Disamping itu, Sitinjak (2012) melakukan *treatment* terhadap keputusan investor membeli, menjual dan memegang saham. Perlakuan yang dilakukan adalah investor diberikan informasi akuntansi setelah melakukan transaksi jual-beli-tahan hanya dengan informasi makro ekonomi. Hasil penelitian Sitinjak (2012) memperlihatkan adanya perbedaan perilaku investor sebelum dan sesudah diberikan informasi akuntansi. Informasi akuntansi yang diumumkan diantaranya Laporan Posisi Keuangan, Laba Komprehensif, Arus Kas. Namun demikian, informasi *Earnings per Share* (EPS) dan *Book Value per Share* (BVS) sering menjadi informasi pertama yang diperhatikan (Sitinjak, 2012). Informasi akuntansi ini secara signifikan mempengaruhi pembuatan keputusan transaksi jual dan beli atau memegang saham. Dengan kata lain informasi akuntansi yang diberikan memiliki relevansi nilai terhadap keputusan berinvestasi di pasar modal. Berikut ini beberapa penelitian tentang relevansi nilai informasi akuntansi.

Ragab dan Omran (2006) penelitiannya memperlihatkan valuasi saham sangat akurat dalam memilih saham yang akan dibeli, hasil relevansi nilai informasi akuntansi di Mesir sekitar 6 sampai 17 persen, baik itu berdasarkan *price* model maupun *return* model (*Emerging Market Data Base/ EMDDB*). Penelitiannya memperlihatkan sisi membeli dan sisi memegang saham dengan menggunakan *abnormal return buy and hold return* (BHR). Hasil lainnya dalam penelitian Ragab dan Omran (2006) mendapatkan adanya relevansi nilai untuk perubahan laba sekitar 6 sampai 21 persen. Hasil lainnya lagi, terdapat relevansi nilai *market value* dan *earning* secara tahunan sekitar 40,36 sampai 76,04 persen. Hasil-hasil penelitiannya menunjukkan adanya perilaku investor untuk pengumuman tahunan lebih tinggi relevansi nilainya.

Ball dan Brown (1968) hasil studi pertamanya menunjukkan bukti ilmiah bahwa imbal hasil saham merespon kandungan informasi laporan keuangan. Hal ini diperlihatkan adanya harga saham naik atau turun dikarenakan perusahaan melaporkan labanya naik atau turun. Tujuan penelitian Ball dan Brown (1968) adalah menilai kebermanfaatan (*usefulness*) angka laba akuntansi yang ada. Model penelitiannya menggunakan model *simple time-series* untuk ekspektasinya, menguji kandungan informasi laba (*information content*) dan ketepatan waktu (*timeliness*). Disamping itu pula, penelitiannya menggunakan 11 bulan sebelum dan 6 bulan

sesudah bulan pengumuman, hasil penelitian menunjukkan adanya *good news* atau berita baik bila laba yang dilaporkan lebih besar dari pada laba yang tidak diharapkan oleh pasar, sebaliknya laporan laba kecil mengandung *bad news* atau berita buruk, oleh karena laba yang dipublikasikan lebih kecil dari yang tidak diharapkan. Kandungan informasi (*information content*) dipertimbangkan sebesar 85 persen sampai dengan 90 persen, sedangkan *timeliness* tidak terlalu dipertimbangkan.

Dari uraian diatas, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Informasi akuntansi *Earnings per Share* (EPS) berpengaruh positif terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR).

Lako (2005) melakukan riset tentang kadungan informasi (*information content*) menguji reaksi investor terhadap publikasi laporan keuangan korporasi. Hasilnya secara empiris mengatakan para investor merespon secara signifikan publikasi laporan keuangan. Sampel penelitian menggunakan laporan keuangan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta (1998-2001), hasilnya memberikan kontribusi 4 persen untuk keputusan investor. Untuk tanggal publikasi laporan keuangan dengan kandungan laba meningkat (*good news* bagi investor) memberikan kontribusi sebesar 7,5 persensaat kandungan informasi laba menurun atau bahkan rugi (*bad news* bagi investor) hanya sebesar 0,1 persen. Hasil penelitian lainnya, ada efek pengganggu (*confounding effects*) berupa peristiwa politik, ekonomi, sosial, keamanan dan peristiwa global, memberikan kontribusi terhadap kadungan informasi (*information content*) sebesar 10,2 persen.

Penelitian Lako (2007) selanjutnya melakukan investigasi relevansi nilai informasi laporan keuangan (ILK) untuk pasar saham dari waktu ke waktu. Studinya menggunakan teori Ohlson (1995) dan teori Pasar Modal Efisien (PME) sebagai basis valuasi. Data Pasar Modal Indonesia tahun 1995 sampai dengan 2004 perusahaan yang digunakan sektor manufaktur. Hasil Lako (2007) memperlihatkan tingkat pertumbuhan angka-angka dalam laporan keuangan (TPALK) dan kualitas informasi laporan keuangan tidak memiliki efek kontingensi meningkatkan relevansi nilai informasi laporan keuangan. Sedangkan kualitas pengungkapan informasi laporan keuangan memiliki efek kontigensi signifikan meningkatkan relevansi nilai informasi laporan keuangan.

Penelitian Aboody, *et al.* (2002) menguji dampak pasar tidak efisien dalam mengestimasi koefisien regresi relevansi nilai informasi akuntansi yang diperoleh dari data tahunan COMPUSTAT. Hasil penelitiannya memperlihatkan koefisien *earnings* memiliki arah positif dan nilai *R square* 90 persen, demikian juga dengan *book value* sebesar memiliki arah positif dan nilai *R square* 24 persen. Sedangkan arus kas memiliki koefisien lebih tinggi dari pada akrual setelah diberikan penyesuaian akan imbal hasil yang akan datang.

Penelitian Ball dan Shivakumar (2008) menguji akan pengumuman laba kuartalan. Laporan laba pada kuartal pertama memiliki rata-rata imbal hasil yang besar dibandingkan kuartal kedua, ketiga, dan keempat. Pengumuman laba memberikan arah positif, terhadap imbal hasil yang dipeoleh pada periode setelah pengumuman laba.

Dari uraian diatas, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1b: Informasi akuntansi *Book Value Equity* (BVE) berpengaruh positif terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR).

Aboody, *et al.* (2002) mengungkapkan koefisien *earnings* sebesar 90 persen, *book value* 82 persen, serta *cash flow* sebesar 62,4 persen. Kwon (2009) mengatakan *earnings*, *book value*, serta *cash flow* masing-masing memiliki arah yang positif, *cash flow* sebesar 98 persen, sedangkan *book value* sebesar 37 persen dan *earnings* mendekati nol persen. Hal ini memperlihatkan pasar modal Korea cenderung melihat informasi akuntansi *cash flow* terlebih dahulu daripada informasi akuntansi lainnya.

Karunarathne dan Rajapakse (2009) menginvestigasi relevansi nilai informasi keuangan baik secara langsung maupun tidak langsung, terutama *earnings* dan *cash flow*. Hasilnya menunjukkan EPS memiliki relevansi nilai yang tinggi, dengan signifikansi 1 persen, Adj. R² sebesar 34,6 persen. BVE memiliki relevansi nilai dengan signifikansi 1 persen, Adj. R² sebesar 25,4 persen. OCF memiliki relevansi nilai dengan signifikansi 1 persen, Adj. R² sebesar 8,3 persen.

Dari uraian diatas, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1c: Informasi akuntansi *Cash Flow Operation* (CFO) berpengaruh positif terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR).

3. Metode Penelitian

Sampel perusahaan penelitian ini diperoleh dengan menggunakan *puporsive sampling* (LQ 45 periode 2010-2012) untuk saham-saham yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data-data yang diperlukan tersebut meliputi data mengenai indeks LQ 45 yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu data *Earnings per Share* (EPS), *Book Value Equity* (BVE), dan *Cash Flow Operation* (CFO).

Pada penelitian ini menggunakan model imbal hasil ***Buy Hold Abnormal Return (BHR) Method***, dimana ada periode *trading* selama 12 bulan setelah laporan keuangan di publikasikan. Hal ini dilakukan selain informasi akuntansi yang diberikan kepada publik, harga saham juga dipengaruhi oleh faktor ekonomi, maka harga saham dapat naik atau turun. ***Buy Hold Return Model (BHAR)*** (Ragab dan Omran, 2003):

$$BHAR_{i,T} = [\pi_{i=1}^T(1 + R_{i,t} - 1)] - [\pi_{i=1}^T(1 + R_M - 1)] \quad T = 12$$

Dimana:
 BHAR = *buy and hold return*
 T = periode trading sebanyak 12 bulan
 M = indeks pasar LQ-45

Setelah mendapatkan BHAR sebagai variabel dependen, maka penelitian ini melihat tingkat relevansi nilai EPS, BVE, dan CFO dengan menggunakan R *square*. Serta melihat tingkat sensitivitas dari masing-masing variabel. Adapun model masing-masing hipotesis menjadi:

Model Penelitian:

- Hipotesis 1a: $BHAR_{it} = \alpha + \beta_1 EPS_t + \varepsilon_t$
- Hipotesis 1b: $BHAR_{it} = \alpha + \beta_1 BVS_t + \varepsilon_t$
- Hipotesis 1c: $BHAR_{it} = \alpha + \beta_1 CFO_t + \varepsilon_t$

Dimana: BHAR = *buy hold abnormal return*
 EPS = *earning per share*
 BVE = *book value equity*
 CFO = *cash flow operation*

3.1. Definisi Operasional

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Perubahan harga saham dapat diukur dengan menggunakan imbal hasil saham sebagai nilai perubahan harga saham dan *abnormal return* saham (BHAR) yang merupakan selisih antara imbal hasil yang sesungguhnya terjadi dengan imbal hasil ekspektasi pasar. Imbal hasil ekspektasi adalah penghasilan saham yang diharapkan akan diperoleh investor. Penelitian ini digunakan market model untuk menghitung *return* ekspektasi menggunakan LQ-45.

Model menghitung *value relevance* informasi akuntansi dengan menggunakan *return model* (BHAR model Easton dan Harris). Serta tambahan sensitivitas untuk nilai jual-beli saham untuk investor individu domestik selama periode pengamatan. *Market value* diperoleh dari nilai pasar pada saat bulan April periode pengamatan (2010 s.d. 2012). EPS pada saham biasa untuk mengukur keuntungan setiap lembar saham. Adapun rumus dari EPS sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2007). *Book value equity* (BVE) merupakan hasil pengurangan antara total aset dengan hutang.

4. Analisis Data dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan variabel independen, yaitu *Earning per Share* (EPS), *Book Value Equity* (BVE) dan *Cash Flow Operation* (CFO). Masing-masing mewakili laporan keuangan yang diberikan kepada para investor. *Earning per Share* (EPS) mewakili laporan laba rugi komprehensif, *Book Value Equity* (BVE) mewakili laporan posisi keuangan, serta *Cash Flow Operation* (CFO) mewakili laporan arus kas.

Pada tabel statistik deskriptif dibawah ini, memperlihatkan bahwa *Earning per Share* (EPS) pada tahun 2010 memiliki nilai rata-rata Rp 623,00 per lembar saham, kemudian naik menjadi Rp 872,00 per lembar saham pada tahun 2011, namun turun kembali menjadi Rp 678,00 per lembar saham. Hal ini memperlihatkan keuntungan per lembar saham yang ditawarkan kepada investor masih menjadi faktor yang penting untuk dijaga keberadaannya. Nilai maksimum EPS tahun 2010 sebesar Rp 3.549,00 per lembar saham, tahun 2011 sebesar Rp 5.273 per lembar saham, kedua tahun tersebut diberikan oleh ASII, namun berbeda untuk tahun 2012. Pada tahun 2012, EPS tertinggi diberikan oleh ITMG sebesar Rp 4.110,00.

Book value equity (BVE) merupakan nilai buku ekuitas yang memperlihatkan berapa besar ekuitas perusahaan pada periode tertentu. Pada tabel statistik deskriptif memperlihatkan pada tahun 2010, rata-rata nilai BVE sebesar Rp 18.271,00 miliar sedangkan nilai BVE paling tinggi sebesar Rp 58.689,00 miliar. Pada tahun 2011, rata-rata nilai BVE sebesar Rp 22.516,00 miliar. Nilai paling tingginya sebesar Rp 75,838,00 miliar. Pada tahun 2012, nilai BVE paling tinggi senilai Rp 83.648,00 miliar. Nilai BVE paling tinggi dipegang oleh ASII berturut-turut. Namun bila dibagi dengan per lembar saham yang beredar, maka nilai *book value per share* (BVS) nilainya akan turun, dikarenakan ASII melakukan *stock split* pertengahan tahun 2012. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai BVE tinggi bila melakukan *stock split*, maka saham yang beredar bertambah dan dapat menurunkan nilai buku per lembar sahamnya (BVS). Aturan jempol yang digunakan oleh investor dalam

membeli saham salah satunya memilih nilai buku per lembar saham yang tidak terlalu tinggi, karena secara fundamental dapat dikatakan saham tersebut mahal atau *overvalue*.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|----------|----------|----------|----------------|
| EPS_2010 | 28 | -2.00 | 3549.00 | 6.2343E2 | 775.72105 |
| EPS_2011 | 28 | .37 | 5273.00 | 8.7230E2 | 1270.99043 |
| EPS_2012 | 28 | -13.00 | 4110.00 | 6.7839E2 | 866.64843 |
| EPS | 28 | -5.00 | 3385.00 | 7.2461E2 | 889.70729 |
| BVE_2010 | 28 | 4049.00 | 58689.00 | 1.8271E4 | 15280.54207 |
| BVE_2011 | 28 | 3681.00 | 75838.00 | 2.2516E4 | 19571.98201 |
| BVE_2012 | 28 | 1530.00 | 83648.00 | 2.4087E4 | 22208.84945 |
| BVE | 28 | 4278.67 | 72725.00 | 2.1624E4 | 18799.83761 |
| CFO_2010 | 28 | -1.42E4 | 54336.00 | 6.6511E3 | 13561.05295 |
| CFO_2011 | 28 | -3.86E4 | 30553.00 | 4.1559E3 | 10949.28937 |
| CFO_2012 | 28 | -2.41E4 | 27941.00 | 4.6905E3 | 9144.76557 |
| CFO | 28 | -2734.00 | 28751.00 | 5.1659E3 | 7127.80213 |
| Valid N (listwise) | 28 | | | | |

Sumber: Pengolahan data SPSS (2013)

Arus kas operasi (CFO) pada tahun 2010 memiliki nilai rata-rata sebesar Rp 6.651,10 miliar dengan nilai paling tinggi CFO sebesar Rp 54.336,00 miliar dipegang oleh BBRI. Tahun 2011 CFO memiliki rata-rata sebesar Rp 4.155,90 miliar dengan nilai paling tinggi sebesar Rp 30.553,00 miliar dipegang oleh TLKM. Pada tahun 2012 CFO memiliki nilai rata-rata sebesar Rp 4.690,50 miliar dan nilai tertingginya juga dipegang oleh TLKM sebesar Rp 27.941,00 miliar. Hal ini memperlihatkan arus kas operasi menjadi indikator buat investor untuk melihat operasi perusahaan efek dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan efek, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperlihatkan kondisi data yang dapat digunakan dalam penelitian ini. Adapun penelitian ini menggunakan analisis regresi untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen, sehingga perlu dilakukan uji normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Adapun uji normalitas penelitian menggunakan uji normalitas residual dengan uji K-S, semua variabel sudah normal. Demikian juga dengan uji multikolinieritas peneliti menggunakan uji *tolerance*, heteroskedastisitas peneliti menggunakan uji Park, dan autokorelasi peneliti menggunakan uji Durbin-Watson (*DW Test*) semua telah bebas dari penyakit klasik.

Pasar modal Indonesia telah mengalami kenaikan dan penurunan. Pada tahun 2010 dan 2011 indeks LQ-45 masih mengalami kenaikan sebesar 6,22 persen dan 3,27 persen dan 2012, dimana pada tahun tersebut ada pemulih dari krisis ekonomi dunia tahun 2008 sebelumnya. Namun pada tahun 2012, indeks LQ-45 mengalami koreksi sebesar -0,17 persen. Peneliti melihat adanya penurunan ekspor yang dilakukan oleh para emiten, serta adanya penurunan di Sektor Mining sebesar -1,56 persen dalam sebulan dan sebesar -12,71 persen dalam setahun.

Pada tahun 2012, Sektor *Property* dan *Real Estate* mengalami kenaikan sebesar 10,31 persen sebulan dan Sektor *Trade* dan *Service* pun mengalami kenaikan sebesar 24,54 persen perubahan selama tiga bulan dan 49,68 persen perubahan dalam satu tahun. Hal ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi dan informasi pasar yang beredar disekitar investor sangat mempengaruhi perilaku dalam memutuskan membeli, menjual, atau memegang saham tertentu. Hal ini membuat peneliti ingin melihat value relevance dari informasi akuntansi pada saat laporan keuangan dipublikasikan oleh para emiten melalui *internet*.

Pada penelitian ini, peneliti menerapkan *Dow Theory*, dimana periode mayor (3 tahun) terbagi atas tiga fase. Periode tersebut adalah fase akumulasi untuk tahun 2010, fase partisipasi publik untuk tahun 2011, dan fase distribusi untuk tahun 2012. Hal ini peneliti lakukan untuk melihat sensitifitas pergerakan pasar modal pada saat pengumuman laporan keuangan untuk perusahaan efek yang telah disyaratkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang secara operasional masih dibawah Bapepam.

Gambar 1. Fase Akumulasi, Partisipasi Publik, dan Distribusi



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini.

4.1. Hubungan Relevansi Nilai EPS terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)

Imbal hasil tidak normal menggunakan *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) dengan periode estimasi 12 bulan sering disebut *return model* (Ragab dan Omran, 2003). BHAR ini pula sering digunakan pada *modern event studies*, namun memiliki keterbatasan untuk horison waktu yang lama, karena akan membentuk *skewness* pada imbal hasil tidak normalnya (Kothari dan Warner, 1997). Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan BHAR dengan periode estimasi 12 bulan. Adapun periode estimasi untuk tahun 2010 menggunakan periode estimasi bulan April 2009 sampai dengan Maret 2010. Demikian juga dengan tahun 2011, periode estimasinya bulan April 2010 sampai dengan

bulan Maret 2011. Tahun 2012 juga memiliki periode estimasi 12 bulan, yaitu bulan April 2011 sampai dengan bulan Maret 2012.

Berikut ini hasil penelitian yang dipaparkan berdasarkan masing-masing variabel dengan periode pengamatan tiga tahun. Periode pengamatan ini di masukkan ke dalam pembagian *trend* Pasar Modal Indonesia (*Dow Theory*), yaitu fase akumulasi (tahun 2010), fase partisipasi publik (tahun 2011), dan fase distribusi (tahun 2012). Adapun fase-fase tersebut memiliki kondisi makro ekonomi seperti pada tabel di bawah ini.

Tabel 2. Kondisi Ekonomi Makro Indonesia

| Indikator: | Fase Akumulasi | Fase Partisipasi Publik | Fase Distribusi |
|---|----------------|-------------------------|-----------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 |
| Pertumbuhan PDB, % YoY | 6.2 | 6.5 | 6.3 |
| Laju Inflasi, % YoY | 7 | 3.8 | 4.3 |
| Bi rate, %pa | 6.5 | 6 | 5.8 |
| Nilai Tukar, IDR/ US\$ (rata-rata 12 bulan) | IDR 9,074.00 | IDR 8,773.00 | IDR 9,419.00 |

Sumber: *Outlook Capital Market 2013* oleh Danareksa Research Institute

Informasi akuntansi yang dipublikasikan oleh Perusahaan Efek (PE) pada akhir bulan Maret dan awal bulan April, yaitu laporan keuangan tahunan (tahun sebelumnya) dan laporan keuangan kuartal pertama untuk tahun bersangkutan. Laporan keuangan ini digunakan oleh investor untuk membuat keputusan membeli atau menjual atau memegang saham. Informasi akuntansi pertama yang sering digunakan dan memiliki koefisien yang besar pada penelitian terdahulu (Aboody, et al. (2002), Ragab dan Omran (2006), Karunaratne dan Rajapakse (2009)) adalah laba per lembar sahamnya atau *Earning per Share* (EPS). Oleh karena itu peneliti menggunakan *Earning per Share* (EPS) sebagai variabel independen yang pertama diproses untuk melihat koefisien dan sensitivitas terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) pada fase akumulasi (tahun 2010), fase partisipasi publik (tahun 2011), dan fase distribusi (tahun 2012).

Hasil penelitian *Earning per Share* (EPS) pada fase akumulasi (tahun 2010) memperlihatkan *R square* sebesar 3,1 persen, namun *t-test* memiliki koefisien dengan nilai 0,000 yang tidak signifikan (0,373). Hal ini memperlihatkan pada fase *trend* akumulasi, banyak variabel lain yang mempengaruhi para pemegang saham untuk membeli, menjual, dan memegang saham. Variabel lainnya adalah kondisi ekonomi makro Indonesia dan dunia. Adapun pertumbuhan ekonomi Indonesia berkisar 6,2 serta pertumbuhan negara maju seperti Amerika Serikat sebesar 2,4 persen dapat dikatakan bertumbuh tapi melambat, dan perekonomian Eropa sebesar sebesar 2,0, artinya fase akumulasi merupakan fase akumulasi *recovery* krisis moneter di Eropa dan Amerika dari tahun-tahun sebelumnya (tahun 2008 dan 2009).

Tabel 3. Hasil Regresi EPS terhadap BHAR

| | 2010 | | 2011 | | 2012 | | Pool | |
|----------------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|
| <i>R Square</i> | 0.031 | | 0.143 | | 0.025 | | 0.125 | |
| T-Test (Sig.) | B | Sig. | B | Sig. | B | Sig. | B | Sig. |
| EPS | 0.0000 | 0.373 | 0.005 | 0.048** | 0.000 | 0.426 | 0.000 | 0.065* |

Ket:*** Sig.1%; ** Sig. 5%; * sig. 10%

Sumber: Hasil Olahan SPSS 2013

Hasil penelitian *Earning per Share* (EPS) pada fase partisipasi publik (tahun 2011) memperlihatkan *R square* sebesar 14,3 persen, serta memiliki *t-test* dengan nilai koefisien sebesar 0,005 yang signifikan (0,048). Hal ini menunjukkan EPS berpengaruh terhadap *buy and hold abnormal return* (BHAR). Pada fase partisipasi publik terlihat *Foreign Direct Investment Realization* (FDI) sebesar 19.5 jutaan USD atau 20,37 persen naik dari tahun 2010. Demikian juga dengan *Domestic Direct Investment Realization* (DDI) sebesar 8.7 jutaan USD atau ada kenaikan sebesar 29,85 persen dari tahun 2010. Artinya pada saat fase *trend* partisipasi publik, nilai relevansi EPS menjadi informasi penting untuk membeli, menjual atau memegang saham.

Hasil penelitian *Earning per Share* (EPS) pada fase distribusi (tahun 2012) memperlihatkan *R square* sebesar 2,5 persen, namun memiliki *t-test* yang tidak signifikan (0,426) dengan nilai koefisien 0,000. Pada tahun ini terlihat variabel lain lebih berpengaruh, diantaranya perekonomian Amerika Serikat masih melakukan *recovery* dalam jangka panjang, perekonomian China bertumbuh positif namun melambat, dan perekonomian Eropa kembali negatif pada kuartal pertama sampai ketiga (Eropa masuk periode resesi). Namun demikian para investor asing melihat Indonesia menjadi tempat untuk berinvestasi yang menjanjikan, terlihat dari data FDI mencapai 24.6 jutaan USD atau 26,15 persen naik dari tahun 2011 (www.idx.co.id). Disisi lain investasi obligasi di Indonesia meningkat, disebabkan naiknya *investment grade* oleh Fitch Ratings dan Moodys.

Hasil *pool* EPS terhadap BHAR memperlihatkan *R square* sebesar 12,5 persen, serta memiliki *t-test* dengan nilai koefisien sebesar 0,000 signifikan (0,065), dengan tingkat signifikansi 10 persen. Hal ini menunjukkan hipotesis diterima, dimana hipotesis (H1a) yang berbunyi “Relevansi nilai informasi akuntansi *Earnings per Share* (EPS) berpengaruh positif terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)”. Artinya EPS masih menjadi variabel yang diperhitungkan oleh investor dalam membuat keputusan berinvestasi saham.

4.2. Hubungan Relevansi Nilai Informasi BVE terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) saham

Informasi akuntansi lainnya yang dipublikasikan oleh Perusahaan Efek PE selain EPS pada akhir bulan Maret dan awal bulan April, diduga digunakan oleh investor untuk membuat keputusan membeli atau menjual atau memegang saham adalah *Book Value Equity* (BVE), menurut peneliti Aboody, *et al.* (2002), Ragab dan Omran (2006), Kwon (2009), Karunarathne dan Rajapakse (2009).

Tabel 4. Hasil Regresi BVE terhadap BHAR

| | 2010 | | 2011 | | 2012 | | Pool | |
|----------------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|
| <i>R Square</i> | 0.000 | | 0.055 | | 0.038 | | 0.021 | |
| T-Test (Sig.) | B | Sig. | B | Sig. | B | Sig. | B | Sig. |
| BVE | 0.0000 | 0.948 | 0.008 | 0.230 | 0.005 | 0.319 | 0.004 | 0.458 |

Sumber: Hasil Olahan SPSS 2013

Tabel 4 menunjukkan hasil penelitian *Book Value Equity* (BVE) pada *trend* fase akumulasi, fase partisipasi publik, dan fase distribusi. Hasilnya, *R square* yang kecil, serta *t-test* memiliki koefisien yang kecil dan tidak signifikan. Hal ini memperlihatkan

BVE belum menjadi variabel yang banyak dijadikan pertimbangan oleh para investor oleh karena variabel makro Indonesia dan negara lain yang masih memiliki sensitivitas lebih besar daripada BVE. Variabel makro ekonomi adalah pertumbuhan PDB, inflasi, BI rate, serta nilai tukar IDR terhadap US dolar. Besarannya dapat dilihat pada tabel 4.2.

Hasil *pool* BVE terhadap BHAR memperlihatkan *R square* sebesar 2,1 persen, serta memiliki *t-test* dengan nilai koefisien sebesar 0,004, namun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan hipotesis kedua, dimana hipotesis (H1b) yang berbunyi “Relevansi nilai informasi akuntansi *Book Value Equity* (BVE) berpengaruh positif terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)”, ditolak. Artinya BVE masih belum menjadi variabel yang diperhitungkan oleh investor dalam membuat keputusan berinvestasi saham.

4.3. Hubungan Relevansi Nilai Informasi CFO terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) saham

Informasi akuntansi lainnya yang dipublikasikan oleh Perusahaan Efek (PE) selain EPS dan BVE pada akhir bulan Maret dan awal bulan April, digunakan oleh investor untuk membuat keputusan membeli atau menjual atau memegang saham adalah *Cash Flow Operation* (CFO), menurut peneliti Kwon (2009), Karunaratne dan Rajapakse (2009).

Tabel 5. Koefisien dan Sensitivitas CFO terhadap BHAR

| | 2010 | | 2011 | | 2012 | | Pool | |
|----------------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|
| <i>R Square</i> | 0.115 | | 0.041 | | 0.022 | | 0.016 | |
| T-Test (Sig.) | B | Sig. | B | Sig. | B | Sig. | B | Sig. |
| CFO | -0.01 | 0.114 | 0.004 | 0.320 | 0.002 | 0.472 | -0.002 | 0.544 |

Sumber: Hasil Olahan SPSS 2013

Tabel 5 menunjukkan hasil penelitian *Cash Flow Operation* (CFO) pada *trend* fase akumulasi (tahun 2010), fase partisipasi publik (2011), dan fase distribusi (2011). Hasilnya, *R square* berkisar 2,2 persen sampai dengan 11,5 persen, serta *t-test* memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan. Hal ini memperlihatkan CFO belum menjadi variabel yang dipertimbangan oleh para investor oleh karena sensitivitas CFP terhadap BHAR sangat kecil. Peneliti menduga ada sensitivitas yang lebih besar lagi terhadap BHAR, yaitu variabel makro Indonesia, Amerika Serikat, Eropa, dan China. Hal ini dikarenakan proporsi investor asing masih mendominasi investasi dipasar modal, terlihat dari tabel 4.6 dibawah ini.

Tabel 6 memperlihatkan tahun 2010 perbandingannya 62,80 persen investor *foreign* dan hanya 37,20 persen investor domestik. Pada tahun 2011 jumlah investor domestik bertambah menjadi 40,14 persen dan investor *foreign* turun menjadi 59,86 persen. Tahun 2012, jumlah investor lokal naik lagi menjadi 41,21 persen dan investor *foreign* turun menjadi 58,79 persen. Walaupun ada kenaikan persentase investor domestik, serta penurunan investor *foreign* selama periode pengamatan penelitian ini, namun masih saja persentase investor *foreign* masih lebih besar. Hal seperti inilah yang membuat perilaku investor menjadi tidak rasional, dikarenakan terlalu banyak informasi yang diterima seperti informasi akuntansi, informasi makro ekonomi, informasi industri, cara menganalisis teknikal dan fundamental pun dapat membuat bias dalam membuat suatu

keputusan berinvestasi. Salah satunya membeli saham dengan harga yang *undervalue* (murah secara fundamental), karena nilai wajarnya lebih tinggi daripada harga pasar, namun karena pasar regional mengalami koreksi besar-besaran diakibatkan resesi Eropa, melambatnya perekonomian China, dan masih tahap *recovery* di Amerika Serikat membuat harga saham tersebut terkoreksi tajam kebawah, dan investor tetap memegang saham tersebut walau rugi banyak dan tidak melakukan *cut loss*. Hal-hal seperti ini yang membuat relevansi nilai informasi akuntansi belum memiliki koefisien determinasi dan sensitivitas yang tinggi.

Tabel 6. Perbandingan Investor *Foreign* dan Domestik

| Investors' Nationality (Equity Only) | 2012 | | 2011 | | 2010 | |
|---|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | (IDR Billion) | % | (IDR Billion) | % | (IDR Billion) | % |
| Local Investor | 1,040,619 | 41.21% | 839,319 | 40.14% | 701,519 | 37.20% |
| Individual | 140,026 | 13.46% | 150,951 | 17.98% | 124,143 | 17.70% |
| Institution | 899,339 | 86.42% | 687,203 | 81.88% | 575,943 | 82.10% |
| Others | 1,254 | 0.12% | 1,166 | 0.14% | 1,433 | 0.20% |
| Foreign Investor | 1,484,385 | 58.79% | 1,251,886 | 59.86% | 1,184,282 | 62.80% |
| Individual | 31,145 | 2.10% | 23,704 | 1.89% | 3,062 | 0.26% |
| Institution | 1,025,196 | 69.07% | 907,916 | 72.52% | 875,199 | 73.90% |
| Others | 428,044 | 28.84% | 320,266 | 25.58% | 306,021 | 25.84% |
| TOTAL | 2,525,005 | | 2,091,205 | | 1,885,801 | |

Sumber: www.idx.co.id

Hasil *pool* CFO terhadap BHAR memperlihatkan *R square* yang kecil, serta memiliki *t-test* dengannilai koefisien negatif sebesar 0,002, dan tidak signifikan. Hal ini menunjukkan hipotesis ketiga, dimana hipotesis (H1c) yang berbunyi “Relevansi nilai informasi akuntansi *Cash Flow Operation* (CFO) berpengaruh positif terhadap *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR)”, ditolak. Artinya CFO masih belum menjadi variabel yang diperhitungkan oleh investor dalam membuat keputusan berinvestasi saham pada periode pengamatan peneliti.

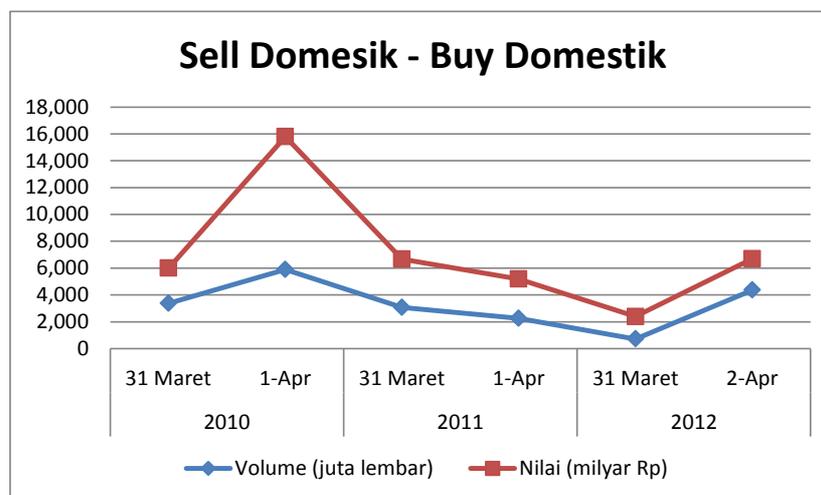
Penelitian ini memperlihatkan informasi akuntansi yang relevan tidak menjadi relevan lagi pada saat keadaan makro dunia mempengaruhi perilaku investor dalam membeli saham dan memegangnya. Namun perilaku yang terjadi di pasar modal Indonesia, bila investor asing melakukan penjualan secara besar (*net sell* tinggi), maka investor lokal ada yang melakukan pembelian, dikarenakan harga saham akan terkoreksi dan pada waktu yang tepat melakukan aksi beli. Hal ini dapat terlihat dari laporan IDX tentang *daily trading by type of investor* (*Foreign investor sell-Domestic investor buy*). Hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Booth, et al. (2010) mengatakan pada saat setelah pengumuman laporan keuangan bila ada informasi yang memberikan signal negatif, maka terlebih dahulu yang bereaksi adalah investor *foreign*, kemudian diikuti oleh investor lokal.

4.4. Pembahasan

Hasil penelitian dengan menggunakan BHAR sebagai variabel dependennya dan informasi akuntansi EPS sebagai variabel independennya signifikan berpengaruh. Hal ini dikarenakan imbal hasil tidak normal pada saat itu menjadi informasi yang bermanfaat bagi investor dalam membeli, menjual atau memegang saham. Hal ini dapat terlihat dari gambar 2 yang menunjukkan volume dan nilai suatu saham yang bertransaksi pada 31 Maret dan 1 April pada periode pengamatan penelitian ini.

Pada saat laporan keuangan dipublikasikan pada jadwalnya, maka ada tiga kemungkinan yang dilakukan oleh investor individu, yaitu kemungkinan pertama membeli saham beberapa hari sebelumnya kemudian menjual saham tersebut pada saat laporan memberikan signal negatif. Kemungkinan kedua adalah membeli saham beberapa hari sebelum laporan keuangan dipublikasikan, kemudian membeli lebih lagi sahamnya bila informasi itu memberikan signal positif. Kemungkinan ketiga, tindakan yang dilakukan investor telah memiliki saham sebelumnya dengan melihat laporan keuangan baik itu signal positif atau negatif, dia tetap memegang saham tersebut. Hal ini dilakukan karena yakin akan nilai intrinsik yang dimiliki oleh saham tersebut, akan mengalami pertumbuhan pada jangka waktu panjang.

Gambar 2. Volume dan Nilai Saham *Sell-Buy* Domestik 31 Maret-1 April



Sumber: IDX *Monthly Statistics* (2010-2012)

5. Kesimpulan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji informasi akuntansi (EPS, BVE, dan CFO) terhadap keputusan membeli dan memegang saham (*buy and hold*) dilihat relevansinya dengan menggunakan *Buy Hold Abnormal Return (BHAR)*. Hanya EPS yang berpengaruh signifikan terhadap BHAR. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Ragab dan Omran (2006), Aboody, *et al.* (2002), Kwon (2009), dan Karunaratne dan Rajapakse (2009).

Perilaku investor individu di pasar modal Indonesia terlihat menggunakan momentum pengumuman laporan keuangan sebagai saat yang tepat untuk melakukan transaksi jangka panjang, melihat nilai intrinsik saham dengan menggunakan analisis fundamental dari

laporan keuangan yang dipublikasikan. Namun ada juga perilaku *trader* yang menggunakan momentum tersebut untuk membeli terlebih dahulu saham-saham yang berpotensi untuk memberikan laporan keuangan dengan signal yang positif, untuk kemudian saham tersebut dijual pada saat yang tepat atau saat adanya konsolidasi pasar setelah pengumuman laporan keuangan diberikan kepada publik. Hal ini sejalan dengan penelitian *value* relevan yang dilakukan oleh Puspitaningtyas (2012), penelitian yang dilakukan Booth *et al.* (2011) dengan data Finnish *Capital Market*, serta Dimitropoulos dan Asteriou (2009) dengan data Greek *Capital Market*.

Bagi akademisi, investor, dan manajer investasi, penelitian ini memberikan kontribusi pada penelitian akuntansi keuangan melalui relevansi nilai. Hal ini berarti relevansi nilai informasi akuntansi (EPS) dengan kondisi pasar modal mengalami fase akumulasi, fase partisipasi, dan fase distribusi berpengaruh terhadap pengambilan keputusan membeli, menjual, atau memegang saham.

Dow Theory dapat digunakan pada saat *trend* yang dibentuk oleh minimal 3 tahun berturut-turut mengalami *up-trend*, untuk menjadi *major trend*, yang kemudian dipisah-pisah menjadi tiga fase, yaitu fase akumulasi, partisipasi publik, dan fase distribusi. Hal ini dapat digunakan untuk melihat perilaku pasar modal yang cenderung melihat teknikal analisis dalam menentukan waktu yang tepat untuk beli, jual, atau memegang saham.

Daftar Pustaka

- Aboddy, Hughes, and Liu. 2002. Measuring Value relevance in a (Possibly) Inefficient Market. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4, pp. 965-986.
- Ball, R. dan Philip Brown. 1968. An Empirical valuation of accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Autumn.
- Barth, M.E, W. H. Beaver, dan W.R. Landsman. 2001. The Relevance of The Value Relevance for Accounting Policy Makers: Another View. *Journal of Accounting and Economics*. Vol.31, pp. 77-104.
- Bartov, Goldberg, and Kim. 2002. Comparative Value Relevance Among: German, U.S, and International Accounting Standards: A german Stock Market Perspective. *Working paper*. New York University.
- Bamber, L.S., 1986, "The Information Content of Annual Earnings Release: A Trading Volume Approach", *The Accounting Review*, Spring.
- Beaver, William B.*1968.The Information Content of Annual Earnings Announcements.*Empirical Research in Accounting*, Supplement to *Journal of Accounting Research* 6, pp. 67-92.
- Beaver, W.H., 1968, "The Information Content of Annual Earnings Announcement", *Journal of Accounting Research* (supplement).
- Beaver, W. H. 2002.Perspective on Recent Capital Market Research.*The Accounting Review*.No.77, Vol. 2, pp. 453-474.
- Beisland L.A. 2009. A Review of the Value Relevance Literature. *The Open Business Journal*, Vol. 2, pp. 7-27.
- Beza, Berhanu, 1997, "The Information Content of Annual Earnings Announcement: A Trading Volume Approach", *Tesis*, Program Pasca Sarjana UGM Yogyakarta (tidak dipublikasikan).

- Booth, G.G, J.P. Kallunki, P. Sahlström, and J. Tyynela. 2011. Foreign vs domestic investors and the post-announcement drift. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 7 No. 3, pp. 220-237.
- Cao, Y. 2005. An Exploratory on Value Relevance of Sustainable Growth Rate. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. No.1, Vol. 5, pp, 61-65.
- Chambers, D., T. J. Linsmeier, C. Shakespeare, and T. Sougiannis. 2007. An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosures. *Review of Accounting Studies* 12: 557-593.
- Chalmers, K., F. Navissi, and W. Qu. 2010. Value relevance of accounting information in China pre- and post-2001 accounting reforms. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 25, No. 8, pp. 792-813.
- Choi, Wonseok, dan Jung-wook Kim, 2001, "Underreaction, Trading Volume, and Post-announcement Earnings-drift", *Working paper*, November.
- De Roon, Frans Andrianus, dan Chris Veld, 2002, "Announcement Effects of Convertible Bond Loans Versus Warrant-Bond Loans: An Empirical Analysis for the Dutch Market", *Working paper*.
- Dimitropoulos, P. E. and D. Asteriou, 2009. The Relationship between Earnings and Stock Returns: Empirical Evidence from the Greek Capital Market. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 1, No.1, pp. 41-50.
- Ferere, Dherment, dan Renneboog L. Share, 2000, "Price Reactions to CEO Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies", *Working paper*.
- Francis and Schipper (1999), Francis, Jennifer and Catherine Schipper. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance. *Journal of Accounting Research*. Vol. 37, No. 2, pp. 319-352.
- Gunawan, Barbara, 1998, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Studi Peristiwa Peledakan Bom di Gedung Bursa Efek Jakarta)", *Tesis*, Program Pasca Sarjana UGM Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Ghozali. I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*, 5th edition. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Harsono. 2012. Dampak Konservatisme terhadap Relevansi Nilai Informasi Akuntansi di Indonesia. *Disertasi Universitas Gadjah Mada*.
- Hong and Stein. 1998. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets. *Working paper*. Stanford Business and MIT Sloan of Management and NBER.
- IAI. 2009. Standar Akuntansi Keuangan. Salemba Empat.
- Kahneman and Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Vo, 47, No. 2, pp. 263-291.
- Karunaratne, W. V. A. D, and R.M.D.A.P. Rajapakse. 2009. The value relevance of financial statements information: with special reference to the listed companies in Colombo Stock Exchange. *Working paper*, Huazhong Normal University, China.
- Kothari, S. P and Warner. 1997. Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, p.p. 301-339.
- _____. 2001. Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 31, pp.105-231.

- Kwon, G.J. 2009. The Value Relevance of Book Values, earnings and Cash Flows: Evidence from Korea. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No.4, pp.28-42.
- Lako, A. 2005. Relevansi nilai informasi laporan keuangan untuk investor Pasar Modal Indonesia: Suatu Bukti Empiris Baru. Simposium Riset Ekonomi II, Surabaya, 23-24 November.
- _____. 2007. Relevansi Nilai Informasi Laporan Keuangan untuk Pasar Saham: Pengujian Berbasis Teori Valuasi dan Pasar Efisien. *Disertasi Universitas Gadjah Mada*.
- Mayangsari, Sekar, dan Murtanto, 2002, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pembentukan Komite Audit", *Proceeding Simposium Surviving Strategies to Cope With the Future*, Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta (FE UAJY).
- Mayangsari, S. 2004. Analisa terhadap Relevansi nilai (*Value-Relevance*) Laba, Arus Kas dan Nilai Buku ekuitas: Analisa diseputar Periode Krisis Keuangan 1995-1998. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, pp. 862-882.
- Ragab, A.A. dan M. M. Omran. 2006. Accounting information, value relevance, and investors' behavior in the Egyptian equity market. *Review of Accounting and Finance*. Vol..5, No. 3, pp. 1475-7702.
- PAPE. 2012. Pedoman Akuntansi Perusahaan Efek (PAPE). IDX-KPEI-KSEI.
- Puspitaningtyas, Z. 2012. Relevansi Nilai Informasi Akuntansi dan Manfaat bagi Investor. *Ekuitas Jurnal Ekonomi dan Keuangan*. Vol. 16, No. 3, p.p. 164-183.
- Sitinjak, E.L.M. 2012. Perilaku Investor Individu dalam pembuatan Keputusan Investasi Sham: Efek Diposisi, Aspek Kognisi, dan Informasi Akuntansi. *Disertasi Universitas Diponegoro*.
- Suwardi, E. 2005. Value Relevance of Accounting Numbers: Evidence from the Jakarta Stock Exchange (JSX). *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* 9, No. 1, pp. 23-29.
- Scott, Stumpp, and Xu. 2003. News, Not Trading Volume, Builds Momentum. *Financial Analysts Journal*, March/ April.
- Thiagarajan and McDonald. 2001. Buy, Sell, or Hold? An Event Study Analysis of significant Single Day losses in Equity Value. *Working Paper*. Kellogg Graduate School of Management.
- Warren, C.S., J.M. Reeve, dan J.E. Duchac. 2009. *Managerial Accounting*. 10th Edition. South-Western Cengage Learning-USA.

www.bi.go.id

www.danareksa-research.com

www.idx.co.id

LAMPIRAN

$$BHAR_{2010} = 0,019 + 0,0000098 EPS_{i,t} + \varepsilon_t$$

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .175 ^a | .031 | -.007 | .0439120 |

a. Predictors: (Constant), EPS_2010

b. Dependent Variable: BHAR_2010

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .019 | .011 | | 1.761 | .090 |
| | EPS_2010 | 9.876E-6 | .000 | .175 | .907 | .373 |

a. Dependent Variable: BHAR_2010

$$BHAR_{2011} = -0,023 + 0,005 EPS_{i,t} + \varepsilon_t$$

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .378 ^a | .143 | .110 | .0265255 |

a. Predictors: (Constant), LnEPS_2011

b. Dependent Variable: BHAR_2011

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -.023 | .016 | | -1.439 | .162 |
| | LnEPS_2011 | .005 | .003 | .378 | 2.080 | .048 |

a. Dependent Variable: BHAR_2011

$$BHAR_{2012} = -0,02 + 0,000003942 EPS_{i,t} + \varepsilon_t$$

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .157 ^a | .025 | -.013 | .0219274 |

a. Predictors: (Constant), EPS_2012

b. Dependent Variable: BHAR_2012

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -.002 | .005 | | -.327 | .746 |
| | EPS_2012 | 3.942E-6 | .000 | .157 | .810 | .426 |

a. Dependent Variable: BHAR_2012

$$BHAR = 0.006 + 0,000008045 EPS_{i,t} + \varepsilon_t$$

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .354 ^a | .125 | .092 | .0192686 |

a. Predictors: (Constant), EPS

b. Dependent Variable: BHAR

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .006 | .005 | | 1.198 | .242 |
| | EPS | 8.045E-6 | .000 | .354 | 1.930 | .065 |

a. Dependent Variable: BHAR