

# **Kualitas Akuntansi, Tertundanya Harga Saham, dan *Return* Saham Ekspektasian Masa Depan Studi di Indonesia**

**Tryanto Kusumawardana Priyono**

## **INTISARI**

Studi ini meneliti hubungan antara kualitas akuntansi dengan tertundanya harga saham, dan tertundanya harga saham dengan *return* ekspektasian masa depan. Studi ini menggunakan data saham di Indonesia *stock exchange*. Sampel menggunakan data perusahaan yang masuk dalam LQ45 dari taun 2009-2013. Terdapat dua hipotesis dalam penelitian ini, Hipotesis yang pertama adalah kualitas akuntansi memiliki hubungan negatif terhadap tertundanya harga saham. Hipotesis yang kedua adalah Komponen kualitas akuntansi, atas tertundanya harga saham memiliki hubungan positif terhadap *return* saham ekspektasian masa depan.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kualitas akuntansi mempunyai hubungan yang negatif terhadap tertundanya harga saham. Informasi akuntansi yang baru dan relevan terhadap harga suatu saham akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasi nilai saham yang bersangkutan. Jadi kualitas akuntansi yang baik akan memperkecil tertundanya harga saham. Apabila investor tidak memperoleh informasi yang cukup berkualitas maka investor akan memerlukan *return* yang tinggi sebagai kompensasi untuk memegang saham yang diestimasikan beresiko untuk mengalami kerugian tinggi.

**Kata Kunci: kualitas akuntansi, tertundanya harga saham, *return* saham ekspektasian masa depan.**

## Latar Belakang

Pasar efisien terjadi jika pasar bereaksi cepat, dan tepat untuk mencapai kesetimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Definisi pasar efisien ini dapat benar-benar terwujud, jika seluruh investor yang melakukan kegiatan dipasar modal memiliki informasi yang sama. Distribusi informasi, dan kecepatan proses distribusi informasi ini yang membuat terjadinya asimetri informasi. Asimetri informasi ini hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapatkan informasi saja. Oleh karena itu asimetri informasi, dan informasi yang tidak lengkap menjadi masalah disini. Ketidak sempurnaan informasi dapat menghambat penerimaan harga tepat waktu yang terkait dengan penyesuaian harga saham yang diakibatkan keterlambatan informasi.

Penelitian ini penting untuk diteliti, karena penelitian ini belum pernah diteliti di Indonesia, sebagai negara yang pasar

modalnya sedang berkembang. Penelitian ini menjadi penting, karena dengan adanya asimetri informasi memberikan posisi yang tidak menguntungkan kepada beberapa investor, posisi yang tidak menguntungkan inilah yang menyebabkan terjadi tertundanya harga saham. Diharapkan dengan adanya penelitian ini, investor menjadi sadar bahwa tertundanya harga saham dapat menyebabkan kenaikan risiko.

Penelitian ini adalah penelitian positivisme dari penelitian Callen, Khan, dan Lu (2013) dengan judul penelitian “*Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Return*”. Penelitian ini juga menggunakan dua langkah empiris dari dua konstruksi teoritis utama: tertundanya harga saham, dan kualitas akuntansi. Nantinya dalam melakukan pengukuran kualitas akuntansi dalam penelitian ini juga akan menggunakan *proxy accrual quality, special items*, dan *earnings surprise*. Namun data

yang digunakan dalam penelitian ini hanyalah data-data perusahaan di Indonesia.

Tertundanya harga saham dipengaruhi oleh kualitas akuntansi, karena dengan semakin rendahnya kualitas akuntansi diasumsikan bahwa asimetri informasi yang terjadi semakin tinggi. Dengan semakin tingginya asimetri informasi, tertundanya harga saham akan semakin tinggi yang menyebabkan semakin tingginya risiko.

Asimetri informasi adalah keadaan dimana setidaknya satu pihak yang melakukan trading, memiliki informasi lebih relevan daripada pihak lainnya yang juga melakukan trading. Kualitas akuntansi adalah presisi laporan keuangan yang menyampaikan informasi kepada investor tentang arus kas yang diharapkan oleh perusahaan (Dechow dan Schrand, 2010).

Tertundanya harga saham adalah kecenderungan investor untuk melakukan revisi terhadap perkiraan harga awal

berdasarkan pada tingkat pemahaman, dan belajar dari penilaian investor lain, hingga memperoleh harga yang konvergen ke nilai-nilai fundamental mereka, karena adanya ketidakpastian dalam perkiraan harga (Callen et al, 2000). *Return* ekspektasian masa depan adalah *return* yang diharapkan oleh investor untuk diperoleh masa depan.

Berdasarkan penjabaran teori di atas disimpulkan dua hipotesis. Hipotesis yang pertama adalah jika kualitas akuntansi diterima oleh investor buruk, maka kualitas akuntansi akan mengakibatkan terjadi terlambatnya harga saham. Semakin rendah kualitas akuntansi maka mempengaruhi terlambatnya harga saham. Hipotesis yang kedua adalah jika semakin tinggi terlambatnya harga saham maka akan mempengaruhi tingkat return ekspektasian masa depan. Hal tersebut terjadi karena semakin terlambatnya harga saham akan mengakibatkan semakin tingginya risiko, diasumsikan bahwa semakin tinggi risiko

suatu investasi maka akan semakin tinggi return yang diharapkan untuk diperoleh.

## **Landasan Teori dan Pengembangan**

### **Hipotesis**

#### **Informasi Asimetri**

Informasi yang tidak lengkap dibagi menjadi simetri informasi, and asimetri informasi berdasarkan dengan informasi yang dimiliki oleh pihak yang terlibat dalam transaksi. Asimetri informasi dapat diartikan bahwa setidaknya satu pihak yang bertransaksi (yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah transaksi dalam pasar modal) memiliki informasi yang relevan sedangkan yang lainnya tidak. Ketidaktepatan informasi yang ada berpotensi menghambat penentuan harga yang tepat waktu, dan berkaitan dengan penyesuaian informasi tertundanya harga saham (Callen et al, 2000).

Adanya asimetri informasi sebetulnya membahayakan untuk beberapa pihak yang tidak memiliki informasi yang

lengkap. Sebagai contoh adalah terjadinya kasus Enron pada tahun 2001, pada kasus ini Enron menipu para investornya sehingga para investor tersebut berpikir bahwa keuangan Enron tidak ada masalah. Pada saat itu saham Enron bernilai US\$90 namun setelah terungkapnya skandal penipuan yang dilakukan Enron, saham Enron turun secara drastis menjadi di bawah 70 sen. Dalam kasus ini yang paling dirugikan adalah para investor yang tidak mengetahui informasi yang sebenarnya ada di Enron.

Informasi asimetri sendiri Situasi dimana salah satu pihak dalam suatu transaksi memiliki informasi lebih lanjut atau unggul dibandingkan dengan yang lain. Masalah informasi timbul dari perbedaan informasi, dan insentif yang bertentangan antara perusahaan, dan investor. Hal ini berpotensi menjadi gangguan dalam fungsi pasar modal (Akerlof, 1970). Informasi asimetri sendiri dapat timbul ketika peran manager yang besar didalam perusahaan tidak memberikan

laporan atau informasi yang akurat mengenai perusahaan kepada para investor atau para pemegang saham, sedangkan para investor atau para pemegang saham hanya mengandalkan laporan para top manager tanpa pernah turun ke dalam perusahaan. Hal ini biasanya timbul karena adanya agensi teori. Agensi teori sendiri dapat artikan sebagai keadaan dimana perusahaan (dalam hal ini manager) tidak memiliki tujuan yang sama dengan para investor atau pemegang saham, sehingga informasi yang dikuasai oleh manager dapat digunakannya untuk mengelabui para investor atau pemegang saham. Tujuan dari para pemegang saham sendiri lebih pada naiknya nilai saham dari perusahaan, tidak peduli dengan keadaan perusahaan, sedangkan tujuan dari para investor sendiri lebih kepada kelangsungan hidup dari perusahaan dan terus memberikan keuntungan para investor, sedangkan tujuan dari manager sendiri adalah keuntungan dari

bonus yang didapatkan dari performa perusahaan.

### ***Forward Looking***

Pada awal 1970 di Amerika, *Securities and Exchange Commission* (SEC) mengadopsi kebijakan mendorong emiten berperspektif kedepan untuk mengungkapkan secara sukarela dalam pengajuan publik mereka dan laporan keuangan secara umum. Hal ini diakui bahwa proyeksi manajemen mengenai kinerja ekonomi masa yang akan datang adalah penting secara signifikan sebagai informasi pengambilan keputusan investor. SEC juga memperluas syarat pengungkapan untuk meningkatkan informasi kuantitatif dan kualitatif tentang panggilan risiko pasar bagi perusahaan untuk memasukkan perspektif ke depan mengenai informasi instrumen keuangan dan derivatif yang sensitif terhadap risiko pasar.

Menurut Moreales et al (2000) karena pasar Amerika adalah lingkungan

yang sadar hukum, perusahaan enggan untuk menyediakan informasi berspektif kedepan melebihi batas minimal yang diharuskan oleh undang-undang. Hal ini mengakibatkan investor tidak selalu memperoleh akses ke informasi penting yang diketahui oleh menejer yang dapat mempengaruhi keputusan investor dan kreditur. Untuk mengatasi masalah tanggung jawab hukum perusahaan dan auditor mereka, diberlakukan undang-undang reformasi ligitimasi sekuritas swasta pada tahun 1995. Komponen undang-undang reformasi yang paling signifikan, disebut sebagai *safe harbor*, untuk melindungi bagian dari *soft information* yang disebut sebagai “forward looking statements”.

Undang-undang diamandemen sebelum undang-undang pasar modal membuat sebuah *safe harbor* legal sesuai yang berlaku baik *forward looking statement* tertulis dan terucap yang memenuhi dua kriteria. Pertama, laporan harus

diidentifikasi secara khusus oleh perusahaan yang melakukan pengungkapan sebagai berspektif kedepan. Undang-undang mendefinisikan berprespektif kedepan untuk memasukkan proyeksi pendapatan, laba, dan item keuangan lainnya, rencana manajemen, dan tujuan untuk operasi masa depan (termasuk produk dan jasa) dan pernyataan kinerja ekonomi di masa depan. Kedua, penungkapan berspektif kedepan harus disertai dengan bahasa peringatan yang bermakna untuk mengidentifikasi faktor penting yang dapat menyebabkan deviasi dari proyeksi ini (Morales et al,2000).

Dari sejarah di atas maka berspektif kedepan dapat diartikan sebagai prediksi mengenai kondisi bisnis masa depan. Dalam hal ini pemegang saham akan bertanya kepada manajemen perusahaan tentang apa yang diyakini manager tersebut akan terjadi, meskipun dapat dikatakan tidak ada orang yang dapat meramalkan masa depan, namun manager

memiliki posisi yang strategis dalam perusahaan sehingga dapat melihat keadaan sebenarnya dari perusahaan dan tren yang sedang terjadi di dalam perusahaan. Sedangkan di Indonesia sendiri BAPEPAM hanya mewajibkan pada laporan keuangan perusahaan di masa lalu saja, tidak mewajibkan perusahaan untuk melakukan proyeksi masa depan dari perusahaan tersebut.

### **Kualitas Akuntansi**

Dumitru (2011) menyatakan bahwa akuntansi adalah sebuah sub-sistem informasi yang memungkinkan transaksi, dan operasi ekonomis-finansial lain dari perusahaan untuk diidentifikasi, diukur, diklasifikasikan, dan didaftar. Hal ini juga memungkinkan tipe kerja tertentu, dan informasi yang rentan untuk memuaskan kebutuhan pengguna yang berbeda kategori.

Akuntansi merupakan sumber yang kuat dari informasi, dan bukan hanya cara pengolahan data yang bertujuan untuk

melacak keberadaan, dan pergerakan unsur patrimonial. Pembukuan akuntansi merupakan suatu komponen penting di dalam sistem informal enterprise. Dengan hanya bermodal bekerja dengan data, akuntansi menawarkan informasi yang tepat mengenai keberadaan dan pergerakan dari elemen patrimonial, penyajian, dalam bentuk sintetis, hasil dari kegiatan.

Macam pengguna produk akuntansi bervariasi, dan kebutuhan informal mereka juga beragam dan bahkan bertentangan, penilaian kualitas informasi, dicerminkan oleh situasi keuangan, adalah proses subyektif. Sehingga Dechow dan Shrand (2010) menyimpulkan kualitas akuntansi adalah presisi laporan keuangan yang menyampaikan informasi kepada investor tentang arus kas yang diharapkan oleh perusahaan.

### **Tertundanya Harga Saham**

Menurut Callen (2000) tertundanya harga saham adalah ketika ada

ketidakpastian dalam perkiraan harga, investor cenderung dari waktu ke waktu untuk melakukan revisi pada penilaian harga awal mereka berdasarkan pada peningkatan pemahaman dan juga belajar dari penilaian investor lain, hingga hingga konvergen ke nilai-nilai fundamental mereka. Semakin tinggi tertundanya harga saham maka risiko yang didapat oleh investor akan menjadi tinggi, karena semakin tinggi tertundanya harga saham yang dimiliki oleh investor, menunjukkan rendahnya informasi yang dimiliki investor.

### **Hubungan Kualitas Akuntansi dan Tertundanya Harga Saham**

Laporan keuangan merupakan himpunan informasi investor untuk meramalkan arus kas masa depan perusahaan, yang tujuannya untuk memperkirakan harga saham. Akan tetapi laporan keuangan dikeluarkan secara berkala, dan informasi terkait lainnya, baik itu pasar luas ataupun perusahaan. Ketika

nilai-nilai yang relevan muncul, maka investor akan memperbarui perkiraan arus kas mereka sebelumnya sehingga sampai pada perkiraan harga saham yang baru. Proses update tergantung pada dua set informasi: informasi yang baru tiba, atau berita, dan yang sudah ada sebelumnya atau informasi dasar yang meliputi laporan keuangan yang terbaru. Informasi yang telah ada sebelumnya relevan karena sebagai dasar perkiraan arus kas sebelumnya dan yang akan datang. Pada paradigma pasar modal tradisional sempurna, memperbarui perkiraan arus kas awal dan penyesuaian harga saham terjadi begitu cepat dan lengkap, karena tidak ada friksi pasar seperti kualitas informasi yang buruk, baik informasi baru maupun informasi yang telah tersedia.

Ketika laporan keuangan menyampaikan informasi mengenai arus kas masa depan dengan presisi yang relatif rendah, yaitu ketika kualitas akuntansi



rendah, diperkirakan hasil perkiraan arus kas dasar investor menjadi jelek atau tidak tepat, dan terdapat juga kemungkinan keberagaman pendapat investor mengenai jumlah, waktu, dan ketidak pastian arus kas masa depan. Jika terdapat informasi baru yang relevan masuk, maka investor memiliki kecenderungan untuk melakukan evaluasi awal tentang implikasi harga. Mengupdate perkiraan dasar arus kas yang sebelumnya berasal dari arus kas yang buruk dikarenakan dasar yang tidak pasti, oleh karena itu saham dari perusahaan yang memiliki kualitas akuntansi yang buruk akan lebih mengalami penundaan. Dimaksudkan semakin rendah kualitas akuntansi yang dimiliki oleh investor, maka akan semakin besar harga saham yang tertunda bagi investor tersebut. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa kualitas akuntansi memiliki hubungan yang negatif terhadap tertundanya harga saham. Oleh karena itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H1: Kualitas akuntansi memiliki hubungan negatif terhadap tertundanya harga saham.

### **Return Saham Ekspektasian Masa Depan**

Menurut Hartono (2013) saham adalah hasil yang diperoleh dari melakukan kegiatan investasi, return sendiri dapat dikategorikan menjadi dua yaitu return realisasian dan return ekspektasian. Return realisasian sendiri merupakan return yang telah terjadi atau didapatkan. Return realisasian diketahui dengan menghitung data historis. Return realisasian ini sering juga disebut sebagai return historis, return realisasian ini penting karena berguna sebagai dasar penentuan risiko masa depan, dan return ekspektasian. Return ekspektasian sendiri merupakan return yang diharapkan atau yang diinginkan investor untuk diperoleh masa yang akan datang, return ekspektasian sendiri sifatnya belum terjadi.

Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa return saham ekspektasian masa datang dapat diartikan sama dengan return ekspektasian, yaitu sebagai return yang diharapkan oleh investor untuk diperoleh masa depan.

### **Hubungan antara Tertundanya Harga Saham dan Return Saham Ekspektasian Masa Depan**

Pada penelitian ini juga akan meneliti apakah tertundanya harga saham terkait dengan return harga saham ekspektasian masa depan. Pada beberapa penelitian sebelumnya dikemukakan bahwa investor memiliki kualitas informasi yang lebih baik tentang beberapa surat berharga, daripada surat berharga lainnya. Jadi pemahaman risiko terhadap kualitas informasi yang rendah lebih tinggi, daripada pemahaman risiko pada informasi dengan kualitas tinggi yang memiliki beta pasar yang sama. Dalam titik *equilibrium*, investor meminta keuntungan yang tinggi sebagai

kompensasi mereka karena memegang saham dengan estimasi risiko yang tinggi. Dengan kata lain, investor secara tepat melakukan estimasi risiko, dan tingginya keuntungan masa depan bukanlah anomaly dalam artian hal tersebut bukan disebabkan karena kesalahan perhitungan. Parameter ketidakpastian dan estimasi risiko memiliki hubungan secara langsung tentang kualitas akuntansi yang rendah berhubungan lebih besar terhadap ketidakpastian dalam memperkirakan arus kas masa depan.

Hou dan Moskowitz (2005) menunjukkan secara empiris bahwa investor *recognition* merupakan salah satu yang mempengaruhi tertundanya harga saham (*stock price delay*), konsisten dengan lambatnya penyebaran informasi untuk saham yang kurang diketahui dengan baik atau yang diikuti dikaitkan dengan harga saham yang tertunda. Oleh karena itu, jika perusahaan dengan kualitas akuntansi yang rendah diabaikan atau kurang diperhatikan

oleh investor, diharapkan harga saham yang tertunda berkaitan dengan *expected return* yang lebih tinggi. Dengan semakin tingginya harga saham yang tertunda maka risiko yang diperoleh investor akan menjadi naik. Berdasarkan prinsip manusia yang rasional bahwa seseorang akan mengharapkan hasil yang lebih, berdasarkan prinsip tersebut dapat di asumsikan bahwa besarnya risiko mempengaruhi investor return yang diharapkan. Oleh karena itu, dari penjelasan diatas dihasilkan hipotesis sebagai berikut:

H2: Komponen kualitas akuntansi, atas tertundanya harga saham memiliki hubungan positif terhadap return saham ekspektasian masa depan.

### **Metoda Penelitian**

Populasi dari penelitian ini adalah beberapa perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang diambil adalah data dari tahun 2009 hingga tahun 2012. Kriteria yang digunakan untuk

pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang diteliti adalah LQ45 pada agustus tahun 2014.
2. Perusahaan manufaktur.

Data saham perusahaan diambil melalui website yahoo finance secara manual, karena data yang diambil adalah data mingguan. Pengambilan data saham mingguan dari Desember 2008 sampai dengan desember 2012. Pengambilan data pengukuran kualitas akuntansi bersumber pada website Osiris.

### **Pengujian antara Kualitas Akuntansi dan Keterlambatan Harga**

Untuk pengujian multivariate, saya memperkirakan kumpulan regresi (cross-sectional dan time-series) keterlambatan harga saham pada kualitas akuntansi, termasuk kontrol untuk tekanan, likuiditas, dan variabel investor perusahaan:

$$Delay_{i,t} = a_t + b_{1,t}AQ_{i,t} + b_{2,t}SI_{i,t} + b_{3,t}ES_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$AQ = accrual\ quality$

$SI = special\ item$

$ES = earning\ surprise$

$i = firm$

$t = waktu$

Sejumlah variabel non akuntansi mewakili investor untuk memprediksi tertundanya harga saham. Semakin harga saham perusahaan mengalami penundaan semakin sedikit karyawan yang memiliki (*empl*). Sejumlah variabel mewakili likuiditas saham. Semakin tertundanya harga saham perusahaan juga dipengaruhi juga dengan semakin kecilnya total asset yang dimiliki (TA), dan memiliki net income yang lebih rendah (*Net Income*).

### **Pengujian antara Keterlambatan Harga dan Return Masa Depan**

Studi ini mengisolasi komponen kualitas akuntansi yaitu keterlambatan harga saham,

dan memeriksa kemampuan prediksi untuk return saham masa depan. Saya menghitung komponen kualitas akuntansi yaitu keterlambatan untuk setiap tahun perusahaan.

$$Delay_{Acct\ i,t} = b_{1,t}AQ_{i,t} + b_{2,t}SI_{i,t} + b_{3,t}ES_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$Delay_{Acct}$  = komponen kualitas akuntansi yaitu keterlambatan harga saham  $AQ = accrual\ quality$

$SI = special\ items$

$ES = earning\ surprise$

$i = firm$

$t = waktu$

Karena kepentingan saya adalah dalam komponen akuntansi keterlambatan, saya tidak lagi membedakan antara komponen penundaan karena investor, likuiditas saham dan tekanan dalam perusahaan.

### **Pengukuran Kualitas Akuntansi**

Berdasarkan pengertian kualitas akuntansi, penelitian ini digunakan proksi

yang menangkap ketidakpastian dalam pemetaan antara angka pada laporan keuangan dan aliran kas masa depan. Pada penelitian ini digunakan tiga proksi yang berbasis laporan keuangan untuk kualitas akuntansi yaitu *accrual quality* (AQ), *special item*, dan *earning surprise*.

### **Accrual**

Akrual merupakan perkiraan pendapatan non-kas akibat dari perbedaan waktu antara penyediaan atau konsumsi barang dan jasa dan penerimaan atau pengeluaran uang tunai untuk barang-barang atau jasa. Akrual dicatat setelah kas yang terkait diterima atau dicairkan. Oleh karena itu, AQ didefinisikan sebagai ketidakpastian yang berhubungan dengan pemetaan akrual untuk aliran kas.

Berdasarkan pada Francis et al. (2005).

Perumusan uji adalah sebagai berikut:

$$CA_{ct} = \gamma_{1,t} + \gamma_{2,t} CFO_{t-1} + \gamma_{3,t} CFO_t +$$

$$\gamma_{4,t} CFO_{t+1} + \gamma_{5,t} \Delta rev_t + \gamma_{6,t} PPE_{t+\epsilon}$$

Keterangan:

CAcc : *current accrual* atau perubahan pada working capital

CFO: *operating cash flow*

$\Delta rev$ : perubahan dalam revenue PPE:

*Property, plant, and equipment* (semua variabel yang diskalakan total asset)

### **Special Item**

*Special item* adalah beban atau sumber pendapatan yang tidak diharapkan oleh perusahaan muncul di masa yang akan datang. Beberapa mengatakan bahwa *Special item* digunakan untuk memanipulasi investor. Sebenarnya sah-sah saja perusahaan sesekali melaporkan *special item*. Namun apabila perusahaan terlalu sering melaporkan special item akan menjadi bendera merah bagi investor, karena hal tersebut menunjukkan ketidakstabilan pada bisnis. Di sini diharapkan perusahaan dengan *special item* yang besar memiliki *price delay* yang lebih tinggi. Hal ini bermakna sebagai adanya hubungan antara kedua variabel.

### ***Earning Surprise***

*Earning surprise* terjadi ketika perusahaan mengeluarkan laporan kuartalan atau laporan tahunannya di bawah atau di atas ekspektasi analis. Analis yang bekerja untuk berbagai perusahaan keuangan, dan lembaga pelaporan, mendasarkan prediksi mereka berdasarkan laporan kuartalan, dan tahunan sebelumnya, keadaan pasar saham saat ini, dan informasi-informasi dari perusahaan itu sendiri. *Earning surprise* dapat juga dikaitkan dengan meningkatnya ketidakpastian. Oleh karena itu, *earning surprise* digunakan untuk presisi yang lebih rendah untuk memprediksi aliran kas dari laporan keuangan saat ini. Tes kontrol untuk berbagai karakteristik yang berkaitan dengan ketidakpastian bisnis, seperti ukuran perusahaan, volatilitas penjualan dan aliran kas, pilihan pertumbuhan, dan panjangnya siklus operasi.

### **Pengukuran Stock Price delay**

Berdasarkan Hou dan Moskowitch (2005), didapat rumus sebagai berikut:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{i,n} R_{m,t-n} + \varepsilon_{i,t}$$

keterangan:

$r_{i,t}$ : retron pada stock i

$R_{m,t}$ : return market pada minggu t

Jika respon harga saham terjadi *delay*, sebagian  $\delta_{i,n}$  akan berbeda dari nol dan lagged return akan menambah kekuatan penjelas pada regresi. *Delay* dihitung dengan satu dikurangi rasio restricted ke unrestricted  $R^2$ , rumus dapat dilihat sebagai berikut:

$$Delay = 1 - \left( \frac{R^2_{restricted}}{R^2_{unrestricted}} \right)$$

Pengukuran ini mengungkapkan porsi masing-masing variasi return saham yang dijelaskan dari return pasar yang mengalami lag. Semakin besar tertundanya harga saham, efisiensi harga saham semakin berkurang. Dengan kata lain kondisi harga saham yang tidak efisien atau investor memerlukan waktu yang lebih banyak untuk

menggabungkan informasi pasar yang luas. Harga saham lebih efisien jika investor memerlukan waktu yang lebih sedikit untuk menggabungkan informasi pasar yang luas.

## Analisis Data dan Hasil Penelitian

### Statistik Deskriptif

Table 1 menunjukkan bahwa *delay* sebagai variabel dependen memiliki volatilitas yang sangat tinggi. Sedangkan *accrual quality*

(AQ) yang rendah bahkan mengarah pada *delay*. Pada *earning surprise* (ES) menunjukkan rata-rata perusahaan memperoleh keuntungan cukup besar di atas target. *Employee* menunjukkan rata-rata perusahaan yang diteliti adalah perusahaan besar yang cenderung memiliki laporan keuangan yang lebih transparan.

Tabel 1 Tabel Statistik Deskriptif

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Delay</i>	-8.0000	0.9700	0.4204	1.0015
AQ	-0.3200	0.2900	-0.0016	0.1186
SI	-0.0300	0.0000	-0.0008	0.0034
ES	7.6400	14.5200	11.8987	1.3668
<i>Employee</i>	3.8700	11.3500	8.1999	1.4106
TA	12.4300	16.2600	14.1995	0.8309
<i>Net Income</i>	8.9700	13.7000	11.8184	1.1298
Beta	0.5300	1.5500	1.0984	0.2257
<i>Size</i>	20.4200	25.9700	23.9486	1.1866
B/M	0.0200	2.4400	0.3810	0.3371
Akrual	-0.1800	0.2200	-0.0041	0.0655
Rt 13-36	-0.1200	0.1600	0.0230	0.0474
Rt 2-12	-0.0600	0.1700	0.0404	0.0491
Rt -1	-0.2300	0.3600	0.0078	0.1042
Rt	-0.8000	0.4500	0.0304	0.1252
<i>Info Acct</i>	-2.3100	-1.0800	-1.5881	0.2610
<i>Info NonAcct</i>	-5.8900	3.0600	2.0085	0.9669
Valid N (listwise)	N=107			

## Hasil Analisis Regresi

Besarnya angka  $R^2$  menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap perubahan variabel dependen. Sedangkan, sisanya sebesar 87.8% dijelaskan oleh variabel lainnya di luar penelitian ini.

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai F sebesar 1.974. Dengan nilai signifikan 5% dan untuk  $df_1 = 5$  dan  $df_2 = 101$ , maka didapat nilai 2.03. Karena nilai F-hitung  $1.974 < F\text{-tabel} (0.05)$  2.030, menunjukkan bahwa seluruh variabel independen tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap variabel dependen. Kesimpulannya, bahwa AQ, SI, ES, *employee*, TA, dan *net income* secara simultan tidak signifikan memberikan kontribusi terhadap tertundanya harga saham.

Tabel 2 menunjukkan bahwa AQ memiliki nilai t sebesar 2.337 dengan sig sebesar 0.021 (di bawah 0.05). Nilai koefisien AQ positif (1.922). Artinya AQ

berpengaruh positif secara statistik dengan nilai signifikan di bawah 5%. Dengan semakin rendahnya AQ tertundanya harga saham akan semakin tinggi. Semakin rendah AQ menunjukkan semakin rendahnya kualitas informasi yang dimiliki maka membuat investor menjadi lebih berhati-hati.

SI memiliki nilai t sebesar 0.009 dengan signifikan sebesar 0.993 (di atas 0.05). Nilai koefisien SI positif (0.256). Berdasarkan nilai tersebut berarti SI tidak memiliki pengaruh secara statistik signifikan terhadap perubahan tertundanya harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor merespon *special item* pada laporan keuangan. Karena semakin sering perusahaan mengeluarkan *special item* berarti menunjukkan ketidakstabilan pada bisnis perusahaan.

ES memiliki nilai t sebesar -2.681 dengan sig sebesar 0.009 (di bawah 0.05). Nilai koefisien ES negatif (-0.288). Berdasarkan



nilai yang didapat dapat disimpulkan bahwa ES berpengaruh negatif secara statistik signifikan dengan tingkat signifikan di bawah 5%. Semakin tinggi ES maka tertundanya harga saham semakin rendah. Semakin besar negatif *earning surprise* akan mendorong investor lebih cepat dalam

merespon informasi tersebut. Karena informasi tersebut direspon dengan cepat oleh investor, maka hal ini menyebabkan penyesuaian harga saham terhadap nilai fundamental perusahaan menjadi lebih cepat.

Tabel 2 Hasil Uji t Hipotesis 1

Model	Prediksi	tanpa var. control			dengan var. control		
		B	T	Sig.	B	t	Sig.
(Constant)		2.0080	2.3320	0.0220	-0.0679	-0.0380	0.9700
AQ	negatif	1.9020	2.3060	0.0230	1.9220	2.3370	0.0210
SI	negatif	-10.4910	-0.3730	0.7100	0.2560	0.0090	0.9930
ES	negatif	-0.1340	-1.8550	0.0670	-0.2880	-2.6810	0.0090
Employee	negatif				0.1540	1.9110	0.0590
TA	negatif				0.1390	0.8370	0.4050
Net Income	negatif				0.0580	0.5700	0.5700
R <sup>2</sup>			6.8%			12.2%	
F			2.5030			1.9740	

TA memiliki nilai sebesar t 0.837 dengan sig sebesar 0.405 (di atas 0.05). Nilai koefisien TA positif (0.139). Berdasarkan nilai tersebut dapat disimpulkan bahwa TA tidak memiliki pengaruh signifikan secara statistik terhadap tertundanya harga saham.

Hal ini menunjukkan bahwa investor memperhatikan total aset dari perusahaan,

investor berkeyakinan perusahaan dengan total aset yang besar lebih memberikan informasi akuntansi yang transparan.

*Net income* memiliki nilai sebesar t 0.058 dengan sig sebesar 0.570 (di atas 0.05). Nilai koefisien *net income* positif (0.570). Berdasarkan nilai tersebut dapat disimpulkan *net income* tidak memiliki

pengaruh signifikan secara statistik terhadap tertundanya harga saham. Investor lebih tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan dengan umur yang panjang, dalam hal ini *net income* tidak cukup merepresentasikan keberlangsungan suatu perusahaan.

memiliki hubungan yang negatif terhadap tertundanya harga saham. Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas pelaporan keuangan memainkan peran penting dalam menentukan harga pada pasar ekuitas. hal ini membuktikan bahwa hipotesis 1 terdukung.

Secara keseluruhan Tabel 2 menunjukkan bahwa, kualitas akuntansi

Tabel 3 Hasil Uji t Hipotesis 2

	Prediksi	B	T	Sig.	B	T	Sig.
(Constant)		0.4950	1.2830	0.2020	0.4130	1.0740	0.2850
Beta	Positif	0.0040	0.0740	0.9410	0.0180	0.3130	0.7550
B/M	Positif	-0.0490	-0.8900	0.3760	-0.0520	-0.9530	0.3430
Size	Positif	-0.0170	-1.1740	0.2430	-0.0070	-0.4730	0.6380
Rt -1	Positif	-0.0750	-0.5950	0.5530	-0.0450	-0.3570	0.7220
Rt 2-12	Positif	-0.3890	-1.2220	0.2250	-0.3560	-1.1290	0.2620
Rt 13-36	Positif	-0.6360	-1.9040	0.0600	-0.8150	-2.3680	0.0200
Akrual	Positif	0.0090	0.0470	0.9620	-0.0520	-0.2690	0.7880
Delay	Positif	-0.0030	-0.2070	0.8360			
Info NonAcct	Positif				-0.0090	-0.6770	0.5000
Info Acct	Positif				0.0970	1.7390	0.0850
R <sup>2</sup>			5.60%			8.80%	
F			0.7260			1.0340	

Pada Table 3 besarnya angka R<sup>2</sup> menjelaskan pengaruh variabel independen (Beta, B/M, Size, Rt -1, Rt 2-12, Rt 13-36, delay, dan Akrual) terhadap perubahan variabel dependen. Sedangkan, sisanya sebesar 94.4% dijelaskan oleh variabel lainnya di luar penelitian ini.

Uji F sebesar 0.726 Dengan nilai signifikan 5% dan untuk df1 = 7 dan df2 = 99, maka didapat nilai 2.1. Karena nilai F-hitung 0.726 < F-tabel (0.05) 2.1, menunjukkan bahwa seluruh variabel independen tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap variabel dependen.

Kesimpulannya, bahwa Beta, B/M, *Size*, Rt - 1, Rt 2-12, Rt 13-36, *delay*, dan Akrua secara simultan, tidak signifikan memberikan kontribusi terhadap tertundanya harga saham.

Beta saham nilai t sebesar 1.074 dengan sig sebesar 0.285 (di atas 5%). Nilai koefisien Beta saham adalah positif (0.413). Berdasarkan nilai tersebut dapat disimpulkan bahwa Beta saham tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham ekspektasian masa depan. Beta saham nunjukkan resiko yang ada di pasar. Beta saham berasosiasi dengan ketepatan waktu hal ini menunjukkan bahwa beta pasar dibutuhkan oleh investor untuk menyerap resiko yang ada di pasar.

B/M memiliki nilai t sebesar -0.953 dengan sig sebesar 0.755 (di atas 5%). Nilai koefisien B/M adalah negatif (-0.052). Berdasarkan nilai tersebut dapat disimpulkan bahwa B/M tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap

tertundanya harga saham. B/M tersebut direspon oleh investor karena B/M menunjukkan ketepatan waktu. B/M dibutuhkan oleh investor untuk memprediksi harga saham di pasar.

*Size* memiliki nilai t sebesar -0.473 dengan sig sebesar 0.638 (di atas 5%). Nilai koefisien *Size* adalah negatif (-0.007). Berdasarkan data statistik tersebut dapat disimpulkan bahwa *Size* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tertundanya harga saham. Besar kecilnya ukuran perusahaan akan mempengaruhi volatilitas dari harga saham di pasar. Investor akan lebih yakin untuk berinvestasi di perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil. Dengan mengetahui *size* perusahaan, investor dapat menentukan perusahaan untuk berinvestasi.

Rt 13-36 memiliki nilai t sebesar -2.368 dengan sig sebesar 0.020 (di bawah 5%). Nilai koefisien Rt 13-36 adalah negatif (-0.815). Hal ini menunjukkan bahwa Rt 13-

36 memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tertundanya harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa dengan tingginya tertundanya harga saham akan menyebabkan investor tidak mampu untuk memprediksi harga saham pada jangka yang semakin panjang. Ketidak mampuan investor untuk memprediksi harga saham akan mengakibatkan kerugian masa depan.

*Info Acct* memiliki nilai sig 0.085 (di atas 5% dan di bawah 10%). Berdasarkan ini *Info Acct* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tertundanya harga saham. Data tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tertundanya harga saham diharapkan mempunyai rata-rata return masa depan yang lebih tinggi. Secara keseluruhan Tabel 6 mengindikasikan bahwa, perusahaan dengan tertundanya harga saham yang tinggi mempunyai return saham masa depan lebih tinggi. Hal ini membuktikan bahwa hipotesis 2 terdukung.

## **Temuan**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin rendah kualitas informasi akuntansi berdampak pada tinggi tertundanya harga saham yang diperoleh. Ketika laporan keuangan menyampaikan informasi mengenai prediksi aliran kas di masa depan dengan ketelitian yang rendah (kualitas akuntansi yang buruk), maka analisis perkiraan aliran kas investor masa depan akan menjadi buruk atau tidak tepat, dan adanya keragaman pendapat investor atas jumlah, waktu, dan ketidakpastian aliran kas masa depan. Studi ini berargumen bahwa kualitas informasi akuntansi sebagai faktor fundamental untuk menentukan harga saham. Dengan kata lain, keterlambatan harga saham membuat penyimpangan terhadap nilai fundamental tersebut.

Pada penelitian ini menunjukkan bahwa *special item* tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap tertundanya harga saham. *Special item* adalah biaya atau sumber pendapatan yang

tidak diharapkan oleh perusahaan terjadi di masa yang akan datang. Apabila perusahaan terlalu sering melaporkan *special item* akan menjadi bendera merah bagi investor, hal ini dapat dijelaskan bahwa pos khusus dimanfaatkan oleh manager untuk memanipulasi laba atau yang dikenal dengan management laba. Dengan demikian, investor dalam kapasitasnya yang intelegen selalu memperhatikan ada tidaknya, *special item* di dalam informasi akuntansi.

Penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin tingginya *earning surprise*, maka mengakibatkan tertundanya harga saham yang akan semakin rendah. Pada dasarnya investor tidak ingin mengalami kerugian dalam berinvestasi, oleh karena itu semakin besar negatif *earning surprise* akan mendorong investor lebih cepat dalam merespon informasi tersebut. Karena informasi tersebut direspon dengan cepat oleh investor, hal ini menyebabkan penyesuaian harga saham terhadap nilai

fundamental perusahaan menjadi lebih cepat.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin sedikit atau rendah jumlah *employee* maka tertundanya harga saham yang terjadi akan semakin besar. Sedikit atau banyak jumlah karyawan dapat dikaitkan dengan ukuran perusahaan berdasarkan struktur organisasi perusahaan. Struktur organisasi perusahaan yang kompleks dan terukur mencerminkan perusahaan dengan sistem *good governance* yang baik. Perusahaan dengan sistem *good governance* yang baik memiliki kualitas informasi akuntansi yang lebih baik. Sebaliknya, perusahaan dengan struktur yang tidak kompleks dan rendahnya *good governance* akan berdampak pada kualitas informasi akuntansi yang diberikan. Hal ini karena lemahnya kontrol dan tumpang tindih kewenangan di perusahaan. Dengan ini akan berdampak pada resiko investor yang meningkat karena adanya potensi kerugian

yang akan dihadapi oleh investor di masa depan. Hal tersebut menyebabkan investor akan menjadi lebih berhati-hati dalam berinvestasi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa total aset tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap tertundanya harga saham. Karena aset merupakan manfaat ekonomik masa datang yang cukup pasti, yang diperoleh akibat dari transaksi di masa lalu. Oleh karena itu investor memperhatikan total aset dari perusahaan untuk pengambilan keputusan berinvestasi. Investor berkeyakinan perusahaan dengan total aset yang besar lebih memberikan informasi akuntansi yang lebih transparan, dan memiliki kinerja lebih yang baik.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *net income* tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik pada tertundanya harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa *net income* dari

perusahaan dapat mempengaruhi pengambilan keputusan dari investor. Investor melihat *net income* sebagai salah satu elemen pengukur kinerja perusahaan. Investor lebih tertarik untuk melakukan investasi pada perusahaan yang memiliki kinerja baik, karena investor beranggapan bahwa melakukan investasi pada perusahaan dengan kinerja yang baik akan lebih menguntungkan, dan memiliki resiko rugi yang relative rendah.

Hasil penelitian menunjukkan tiga variabel tidak signifikan, tiga variabel signifikan. hipotesis satu, yaitu “kualitas akuntansi memiliki hubungan negatif terhadap tertundanya harga saham” terdukung. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar modal dan berhubungan dengan suatu saham, maka informasi tersebut digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aset bersangkutan. Hal tersebut

menyebabkan perubahan harga saham di pasar modal.

Berdasarkan data statistik, perusahaan yang memiliki tertundanya harga saham yang tinggi berhubungan dengan return saham masa depan. Semakin tinggi tertundanya harga saham menunjukkan kepada investor bahwa resiko untuk rugi tinggi, semakin tinggi resiko pada investasi karena investor tidak mampu untuk memprediksi harga saham pada jangka yang semakin panjang. Hal ini dapat dimaknai, bahwa semakin panjang investasi maka resiko rugi akan semakin tinggi.

*Info Acct* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tertundanya harga saham. Ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi berpengaruh pada *delay* perubahan harga saham. Karena dengan adanya tertundanya harga saham ini menyebabkan harga saham tidak sesuai dengan nilai fundamental perusahaan yang sebenarnya. Demikian juga, dengan adanya

informasi akuntansi, investor perlu untuk mengolah informasi yang ada. Kemampuan pengolahan informasi setiap investor tidaklah sama, sehingga dibutuhkan waktu agar harga saham sesuai dengan nilai fundamental.

Berdasarkan hasil statistik, delapan variabel tidak signifikan, dan dua variabel signifikan. Hipotesis dua, yaitu “Komponen kualitas akuntansi, atas tertundanya harga saham memiliki hubungan positif terhadap return saham ekspektasian masa depan” terdukung. Karena semakin besar tertundanya harga saham menunjukkan semakin besarnya resiko untuk rugi. Investor yang rasional mengharapkan return yang tinggi sebagai kompensasi saham yang diestimasikan memiliki resiko untuk rugi yang tinggi.

### **Kesimpulan**

Tujuan umum dari penelitian ini adalah untuk meneliti pengaruh umum asimetri informasi terhadap koreksi return

saham yang dilakukan oleh investor. Variabel dependen pada penelitian ini adalah *delay*, sedangkan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *accrual*, *special items*, *earning surprise*, *employee*, *total asset*, dan *net income*.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya adalah:

1. Studi ini berargumen bahwa kualitas informasi akuntansi sebagai faktor fundamental untuk menentukan harga saham. Dengan kata lain, karena keterlambatan membuat penyimpangan terhadap nilai fundamental tersebut.
2. *Special item* adalah biaya atau sumber pendapatan yang tidak diharapkan oleh perusahaan muncul di masa yang akan datang. Bila perusahaan terlalu sering melaporkan *special item* akan menjadi bendera merah bagi investor, hal ini dapat dijelaskan bahwa pos khusus

dimanfaatkan oleh manager untuk memanipulasi laba atau yang dikenal dengan management laba. Dengan demikian, investor dalam kapasitasnya yang intelegen selalu memperhatikan ada tidaknya , *special item* di dalam informasi akuntansi.

3. Sedikit atau banyak jumlah karyawan dapat dikaitkan dengan ukuran perusahaan berdasarkan struktur organisasi perusahaan. Struktur organisasi perusahaan yang kompleks dan terukur mencerminkan perusahaan dengan sistem *good governance* yang baik. Perusahaan dengan sistem *good governance* yang baik memiliki kualitas informasi akuntansi yang lebih baik. Sebaliknya, perusahaan dengan struktur yang tidak kompleks dan rendahnya *good governance* akan berdampak pada kualitas informasi akuntansi yang diberikan. Hal ini dikarenakan lemahnya kontrol dan tumpang tindih kewenangan



di perusahaan. Dengan ini akan berdampak pada resiko investor yang meningkat karena adanya potensi kerugian yang akan dihadapi oleh investor di masa depan. Hal tersebut menyebabkan investor akan menjadi lebih berhati-hati dalam berinvestasi.

4. Hasil penelitian menunjukkan tiga variabel tidak signifikan, tiga variabel signifikan. hipotesis satu, yaitu “kualitas akuntansi memiliki hubungan negatif terhadap tertundanya harga saham” terdukung. Karena jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar modal dan berhubungan dengan suatu saham, maka informasi tersebut akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aset bersangkutan. Hal tersebut akan

menyebabkan perubahan harga saham di pasar modal.

5. Berdasarkan hasil statistik, delapan variabel tidak signifikan, dan dua variabel signifikan. Hipotesis dua, yaitu “Komponen kualitas akuntansi, atas tertundanya harga saham memiliki hubungan positif terhadap return saham ekspektasian masa depan” terdukung. Karena semakin besar tertundanya harga saham menunjukkan semakin besarnya resiko untuk rugi. Investor yang rasional akan mengharapkan return yang tinggi sebagai kompensasi saham yang diestimasikan memiliki resiko untuk rugi yang tinggi.
6. tertundanya harga saham mengakibatkan nilai saham dipasar tidak mencerminkan nilai fundamental yang sebenarnya dari perusahaan

### **Daftar Pustaka**

- Akerlof, George A. 1970. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* (The MIT Press) 84 (3): 488–500.
- Callen. J., M. Khan., H. Lu. 2013. Accounting Quality, Stock Price, and Future Stock Returns. *Contemporary Accounting Research* 30: 269-295.

- Callen, J., S. Govindaraj, and L. Xu. 2000. Large time and small noise asymptotic results for mean reverting diffusion processes with applications. *Economic Theory* 16: 401–19.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2-3): 344–401.
- Dechow, P., and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings. *The Accounting Review* 77 (1): 35-59.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. 2007a. Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review* 82 (5): 1141–70.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. 2007b. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 44 (1-2): 193–223.
- Dumitru, G. 2011. The Accounting Information Quality Concept. *Journal of Academic Research in Economics* 3 (3): 559-569
- Fama, E., and K. French. 1997. Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics* 43 (2): 153-93.
- Francis, J. R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 295–327.
- Gujarati, Damodar N., dan Porter Dawn C. 2010. *Dasar-dasar Ekonometrika* (Edisi 5). Jakarta, Indonesia: Salemba Empat.
- Hartono, J. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman* (Edisi Pertama). Yogyakarta, Indonesia: BPFE UGM.
- Hartono, J. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi 7). Yogyakarta, Indonesia: BPFE UGM.
- Husnan, S. 2009. *Dasar-Dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas*. Yogyakarta, Indonesia: Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Hou, K., and T. Moskowitz. 2005. Market frictions, price delay and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies* 18 (3): 981–1020.
- Johnson M.F., Kasznik R. and Nelson K.K. (2001). The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms. *Journal of Accounting Research*, 39(2): 297-327.
- Morales, A., Sacasas R. and Munter P. (2000). Safe Harbor Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, *The CPA Journal*.
- Sekaran, U. 1992. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. 2nd Ed, John Wiley & Sons Inc, Singapore
- <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2000/0800/dept/d86600a.htm>