

## **PENGARUH KOMPLEKSITAS LAPORAN TAHUNAN TERHADAP ABNORMAL TRADING DAN ABNORMAL RETURN DENGAN KINERJA SEBAGAI PEMODERASI**

### ***Abstract***

*The amount of disclosure required by the company to external users increased significantly (Lehavy et al., 2011). This study aimed to examine the impact of the complexity of annual reports on abnormal returns and abnormal trading. The study also analyzed the impact of the company's performance in the relationship between the complexity of the annual report on abnormal returns and abnormal trading. This research analyzes using ordinary least squares. Using a sample of 159 companies, the study found that there is a negative influence of the complexity of the annual report on the abnormal stock return. But for abnormal trading (either abnormal volume or abnormal value) there is no influence. The study also found that the performance does not affect the relationship between the complexity of the annual report and abnormal trading or abnormal return. This study contributes to the evaluation of disclosure policies carried out so far. Disclosure is a good policy for transparency but at some point it will have a negative impact for investors. As presented by Levitt (1997) that in many cases, the problem is not a lack of information; quite the opposite. Too much information can be as much a problem as too little. More disclosure does not always mean better disclosure.*

*Keywords: abnormal trading, abnormal return, performance, complexity*

### ***Abstrak***

*Jumlah pengungkapan yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk pengguna eksternal meningkat secara signifikan (Lehavy et al., 2011). Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak dari kompleksitas laporan tahunan terhadap abnormal trading dan abnormal returns perusahaan. Penelitian ini juga melakukan analisis terhadap dampak kinerja perusahaan dalam hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dan abnormal returns serta abnormal trading. Analisis penelitian ini menggunakan ordinary least square. Menggunakan sampel sebanyak 159 perusahaan, penelitian ini menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif kompleksitas laporan tahunan terhadap abnormal stock return perusahaan. Namun untuk abnormal trading (baik abnormal volume maupun abnormal value) tidak terdapat pengaruh. Penelitian ini juga menemukan bahwa kinerja tidak berpengaruh terhadap hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dan abnormal trading maupun abnormal return. Penelitian ini berkontribusi untuk evaluasi atas kebijakan pengungkapan dilakukan selama ini. Pengungkapan merupakan kebijakan yang baik untuk transparansi namun pada titik tertentu akan memberikan dampak negatif bagi investor. Seperti yang disampaikan Levitt (1997) bahwa dalam banyak kasus, masalah yang ada bukan kurangnya informasi namun sebaliknya terlalu banyak informasi sama masalahnya dengan terlalu sedikit informasi. Pengungkapan yang banyak tidak selalu berarti pengungkapan yang lebih baik.*

*Kata Kunci: perdagangan abnormal, return abnormal, kinerja, kompleksitas*

## 1. PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal di seluruh dunia mengakibatkan perhatian regulator terhadap pasar modal semakin besar. Besarnya perhatian ini salah satunya ditunjukkan dengan berbagai peraturan yang dikeluarkan untuk memajukan pasar modal seperti aturan proteksi investor, aturan tentang pelaporan keuangan, laporan tahunan, penambahan pengungkapan pada laporan tahunan, serta lainnya. Jumlah pengungkapan yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk pengguna eksternal meningkat secara signifikan (Lehavy et al., 2011).

Peningkatan pengungkapan yang disertai dengan kondisi komunikasi bisnis dalam transaksi bisnis yang semakin kompleks menyebabkan kekhawatiran tentang efektivitas komunikasi manajemen dan kemampuan pengguna laporan untuk membuat keputusan berdasarkan informasi ini. Akibatnya, baik SEC dan pers populer secara rutin mengkritik perusahaan untuk kompleksitas bahasa dalam mereka pengajuan 10-K (Schroeder, 2002). Kelompok-kelompok ini telah menyatakan keprihatinan tentang kemampuan pengguna laporan keuangan, khususnya investor kecil, untuk memahami laporan yang rumit dalam dokumen keuangan perusahaan (Schroeder, 2002). Arthur Andersen (2000) melakukan survei terhadap 100 perusahaan terdaftar di Inggris menemukan bahwa bahan narasi menempati 57 persen dari laporan tahunan di tahun 2000, berbeda dibandingkan dengan tahun 1996 yang hanya sebesar 45 persen. Tingkat narasi yang tinggi cenderung menyebabkan laporan menjadi lebih sulit untuk dipahami (Parker, 1982).

Pada tahun 1969, SEC merilis Wheat Report, yang menunjukkan bahwa panjang dan kompleksitas dari prospektus mencegah investor rata-rata untuk dapat memahaminya dengan mudah (Miller, 2010). Laporan ini memberikan rekomendasi bahwa laporan tidak perlu panjang dan kompleks. Pengungkapan yang lebih luas tidak selalu berarti pengungkapan yang lebih baik" (Levitt, 1997 dalam Miller, 2010).

Selama beberapa tahun terakhir, telah terjadi peningkatan yang substansial dalam panjang laporan selama (Li, 2008). Apakah data tambahan ini bermanfaat bagi investor atau tidak hasilnya masih tidak jelas. Beberapa praktisi akuntansi berpendapat bahwa informasi berguna yang diungkapkan dalam laporan tahunan seringkali tersembunyi di antara sejumlah besar, data yang berlebihan, tidak penting, atau bahkan tidak relevan, sehingga membuat pengungkapan semakin sulit untuk diproses (Radin, 2007).

Terdapat beberapa hal yang dapat mengakibatkan investor mengambil keputusan berbeda seperti (1) biaya pengolahan informasi, (2) bias sistematis dalam bagaimana investor memproses informasi, seperti perhatian terbatas (Barth et al. 2001). Investor membutuhkan biaya yang lebih besar untuk mengekstraksi informasi yang berguna dari laporan yang memiliki kompleksitas dan pengungkapan yang lebih besar dan lebih rumit (Bloomfield, 2002). Hal ini menunjukkan bahwa kompleksitas laporan keuangan akan mengakibatkan biaya informasi menjadi lebih mahal. Selain itu, panjangnya laporan juga dapat mengakibatkan bias sistematis investor mengolah informasi. Kedua hal

ini menyebabkan laporan yang terlalu panjang dapat menyebabkan perbedaan keputusan yang dilakukan oleh investor dan hal ini dapat berdampak pada perbedaan reaksi pasar.

Peningkatan jumlah informasi dalam laporan tahunan juga terjadi di Indonesia. Pada Agustus 2012, Bapepam dan LK menerbitkan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-431/BL/2012 tentang Penyampaian Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik. Penerbitan peraturan ini mencabut Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: KEP-134/BL/2006 tanggal 7 Desember 2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten dan Perusahaan Publik dan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: KEP-40/BL/2007 tanggal 30 Maret 2007 tentang Jangka Waktu Penyampaian Laporan Keuangan Berkala dan Laporan Tahunan Bagi Emiten atau Perusahaan Publik yang Efeknya Tercatat di Bursa Efek di Indonesia dan di Bursa Efek di Negara Lain.

Penelitian ini merupakan pengembangan penelitian yang dilakukan Miller (2010). Miller mengukur efek kompleksitas laporan tahunan 10-K terhadap volume perdagangan pada investor dan menemukan bahwa kompleksitas pelaporan tahunan 10-K berpengaruh negatif terhadap *abnormal trading*. Hal ini terjadi terutama pada investor kecil. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Miller (2010) yang hanya mengukur *abnormal trading*, penelitian ini mengukur dampak kompleksitas laporan tahunan dengan menggunakan *abnormal trading* dan *abnormal return*. Penelitian ini juga mengembangkan penelitian Miller (2010) dengan memberikan perbedaan antara laporan tahunan perusahaan laba dan rugi.

Subramanian et al. (1993) menemukan bahwa laporan tahunan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik cenderung lebih mudah dipahami dibanding kinerja yang buruk. Courtis (2004) menemukan bahwa *low reading ease* dan *high readability variability* berhubungan dengan *bad news*. Li (2008) melakukan penelitian dengan sampel yang besar di US dan menemukan laporan tahunan perusahaan dengan laba yang rendah cenderung lebih sulit untuk dipahami. Merkl-Davies dan Brennan (2007) menemukan bahwa laporan perusahaan besar memiliki tingkat kohesivitas yang lebih rendah (*less cohesive*) dan lebih sulit dipahami dibanding perusahaan kecil.

Penelitian Li (2008) yang menemukan bahwa perusahaan yang untung memiliki laporan tahunan yang lebih mudah dipahami dan memiliki laba yang lebih persisten. Peneliti merasa bahwa perlu melakukan perbedaan antara perusahaan yang laba dan rugi karena ada kemungkinan perbedaan kompleksitas diantara keduanya. Penelitian Li (2008) menemukan bahwa manajer perusahaan kemungkinan mencoba untuk menyembunyikan kinerja perusahaan yang buruk dari investor dengan cara meningkatkan kompleksitas laporannya.

Perbedaan kemampuan untuk memahami laporan tahunan yang kompleks dapat menyebabkan *abnormal return*. Miller (2010) menemukan bahwa perusahaan dengan laporan yang lebih mudah dipahami akan lebih meningkatkan volume transaksi investor kecil. Miller (2010) berpendapat bahwa laporan yang terlalu kompleks akan menyulitkan investor kecil dan investor ritel memproses laporan tersebut dengan cepat disekitar tanggal penyampaian laporan. Penelitian Elliott (2006) menemukan bahwa investor yang rata-rata (*unsophisticated investors*) lebih mudah untuk salah dalam memahami

maksud manajemen dibanding investor profesional karena keterbatasan kognitif mereka. De Franco et al. (2013) menemukan hubungan positif antara keterpahaman (*readability*) laporan analis dengan reaksi volume perdagangan. You dan Zhang (2009) menemukan penundaan reaksi saham pada laporan 10-K yang lebih kompleks. You dan Zhang (2009) menemukan penundaan reaksi harga saham pada laporan 10-K yang lebih panjang dan kompleks serta menemukan bahwa terdapat *abnormal trading* volume dan pergerakan harga saham (*price movements*) yang lebih tinggi disekitar pengajuan 10- K.

Penelitian ini menggunakan analisis isi untuk mendapatkan informasi mengenai kompleksitas laporan tahunan. Analisis isi pengungkapan seringkali dilakukan dengan menggunakan dua cara, yaitu analisis isi dan analisis naratif. Analisis isi menggunakan sejumlah cara yang berbeda untuk memeriksa dan mengidentifikasi isi dari pengungkapan. Peneliti berusaha memahami hubungan antara narasi pengungkapan saat ini dengan kinerja perusahaan di masa depan atau dengan kinerja saham perusahaan di masa depan. Temuan informasi yang relevan dalam pengungkapan didasarkan pada ada menjadi hubungan positif antara pengungkapan dan kinerja perusahaan.

Pendekatan kedua untuk analisis pengungkapan naratif adalah dengan pemeriksaan elemen linguistik atau semantik pengungkapan, (yaitu bagaimana pengungkapan ditulis). Metodologi ini dilakukan dengan cara memeriksa kata-kata dan/atau struktur linguistik narasi daripada menimbang subyek spesifik dari pengungkapan. Metodologi kedua umumnya lebih jarang dilakukan dibandingkan metodologi yang pertama. Penelitian ini menggunakan pendekatan pada metodologi kedua ini.

Penelitian ini menguji pengaruh kompleksitas laporan tahunan terhadap *abnormal trading* dan *abnormal return* di pasar modal Indonesia. Beberapa masalah dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah kompleksitas laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *abnormal trading*?
- b. Apakah kompleksitas laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*?
- c. Apakah kompleksitas laporan tahunan perusahaan yang rugi memiliki pengaruh negatif yang lebih besar terhadap *abnormal trading* dibanding perusahaan yang laba?
- d. Apakah kompleksitas laporan tahunan perusahaan yang rugi memiliki pengaruh negatif yang lebih besar terhadap *abnormal return* dibandingkan perusahaan yang laba?

## **2. TINJAUAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **2.1. AGENCY THEORY**

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan suatu kontrak, dimana pihak prinsipal yang terdiri dari satu atau lebih orang mengikat perjanjian dengan pihak agen untuk melaksanakan sejumlah jasa atas nama prinsipal yang mencakup pendelegasian sejumlah kekuasaan untuk membuat keputusan kepada pihak agen. Teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia, yaitu: (i) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self-interest*), (ii)

manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa datang (*bounded-rationality*), dan (iii) manusia selalu menghindari risiko (*risk-averse*) (Jensen dan Meckling, 1976).

Salah satu bentuk pertanggungjawaban agen kepada prinsipal adalah dengan memberikan informasi mengenai perusahaan kepada pihak prinsipal menggunakan berbagai laporan, salah satunya adalah laporan tahunan. Laporan-laporan yang diberikan diharapkan dapat memberikan informasi yang komprehensif tentang perusahaan sehingga dapat mengurangi asimetri informasi antara prinsipal dan agen. Sesuai dengan ini, manajer memberikan informasi dengan tujuan mengatasi masalah asimetri informasi antara orang dalam dan orang luar perusahaan untuk menurunkan biaya modal, sehingga meningkatkan kinerja saham, dan dengan demikian meningkatkan kompensasi manajerial (Baginski et al., 2000).

Penyampaian informasi dapat juga bersifat oportunistik dan menganggap informasi yang diberikan oleh manajemen didorong oleh kepentingan diri (Courtis, 2004; Li, 2008). Terdapat konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, manajer dapat mencoba untuk memanipulasi persepsi pihak luar tentang kinerja dan prospek keuangan perusahaan melalui laporan yang diberikan. Perilaku manajerial yang oportunistik ini telah melahirkan apa yang disebut *obfuscation hypothesis* (Courtis, 1998), yang mengasumsikan bahwa manajer tidak netral dalam menyajikan narasi akuntansi (Sydserff dan Weetman, 1999). Dalam hal ini, manajer cenderung mengaburkan kegagalan dan menekankan keberhasilan (Adelberg, 1979). Hal ini juga dapat dilihat pada penelitian Subramaiam (1993) dan Li (2008) yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam keterpahaman (*readability*) laporan tahunan antara perusahaan yang berkinerja baik dan buruk.

## **2.2. KOMPLEKSITAS LAPORAN TAHUNAN**

Kompleksitas laporan tahunan berhubungan dengan biaya pemrosesan informasi yang mereka miliki. Biaya memproses suatu informasi akan berbeda jika suatu laporan keuangan itu kompleks maupun tidak serta juga akan berbeda antara investor besar dan investor kecil (Miller, 2010). Kemampuan pengguna laporan keuangan terutama investor kecil dalam memahami laporan yang semakin kompleks (Schroeder 2002). Informasi yang lebih sulit dipahami akan menyulitkan investor untuk dapat memahami informasi yang disajikan dan mereka membutuhkan upaya dan waktu yang lebih lama untuk dapat mengekstraksi informasi yang relevan (Bloomfield, 2002). Kemampuan pengguna laporan keuangan yang berbeda dalam menginterpretasikan laporan yang kompleks tentu akan mengakibatkan terjadinya perbedaan informasi yang dimiliki antar investor dan dapat mengakibatkan terjadinya reaksi pasar.

Pengungkapan dokumen keuangan paling penting yang dibuat oleh perusahaan untuk berkomunikasi dengan investor dan analis adalah laporan tahunan (Loughran dan McDonald, 2013). Hal ini yang menjadi landasan utama mengapa penelitian ini berfokus pada pengujian kompleksitas atas laporan tahunan, bukan pelaporan keuangan. Sampai saat ini, banyak peneliti keuangan dan

pemerintah mengalami masalah tentang ukuran keterpahaman (*readability*) dari pengungkapan wajib (Loughran dan McDonald, 2013).

Kompleksitas laporan tahunan yang dimaksud dalam penelitian ini mengikuti penelitian Miller (2010) dan Li (2008) yang mengukur kompleksitas menggunakan ukuran *length* laporan tahunan. Kompleksitas yang dimaksud adalah kompleksitas yang berhubungan dengan keterpahaman (*readability*) laporan tahunan yang disajikan manajemen kepada pihak luar. Dalam literatur akuntansi dan keuangan, peneliti sering menggunakan Fog Index sebagai ukuran standar dokumen mudah dipahami (*readability*) seperti yang dilakukan Li (2008), Lawrence (2010), Miller (2010), dan Lehavy et al. (2011). The Fog Index didefinisikan sebagai kombinasi linear dari panjang rata-rata kalimat dan persentase kata-kata kompleks (kata-kata dengan tiga suku kata atau lebih) yang skala memberikan perkiraan tingkat kelas. Cara lain yang digunakan adalah dengan menghitung jumlah kata dalam laporan yang disajikan, seperti dilakukan Li (2008) maupun Miller (2010).

The Fog Index menunjukkan bahwa peningkatan jumlah kata yang kompleks (tiga suku kata atau lebih) menurunkan keterpahaman (*readability*), dan faktor ini menyumbang setengah dari masukan ukuran itu. Laporan bisnis, biasanya berisi kata-kata multi-suku kata yang digunakan untuk menggambarkan operasi. Kata-kata seperti korporasi, perusahaan, direksi, bisnis, dan operasi adalah kata-kata yang kompleks, namun mungkin lebih mudah untuk dipahami oleh investor dan analis keuangan (Loughran dan McDonald, 2013). Hal ini membuat pendekatan dengan menggunakan suku kata unggul dibandingkan penggunaan Fog Index.

### **2.3. ABNORMAL TRADING**

Volume perdagangan (*trading volume*) adalah indikator terbaik untuk menguji respon pasar terhadap pengungkapan publik (Cready dan Hurtt, 2002). Penelitian ini melakukan pengujian respon pasar menggunakan pendekatan volume perdagangan sesuai dengan pendapat Cready dan Hurtt (2002) diatas yang menyatakan bahwa volume perdagangan merupakan ukuran terbaik untuk reaksi pasar. Pengaruh terhadap tinggi rendahnya volume saham dapat disebabkan oleh banyak faktor seperti kondisi manajemen perusahaan, kondisi keuangan, laju inflasi, dan lainnya. Volume perdagangan merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume saham yang diperdagangkan di bursa efek (Bandi dan Hartono, 2000). Berbeda dengan penelitian tentang volume perdagangan umumnya yang mengukur volume perdagangan secara langsung menggunakan *raw volume*, penelitian ini mengikuti penelitian Miller (2010) dengan menggunakan *abnormal trading volume*.

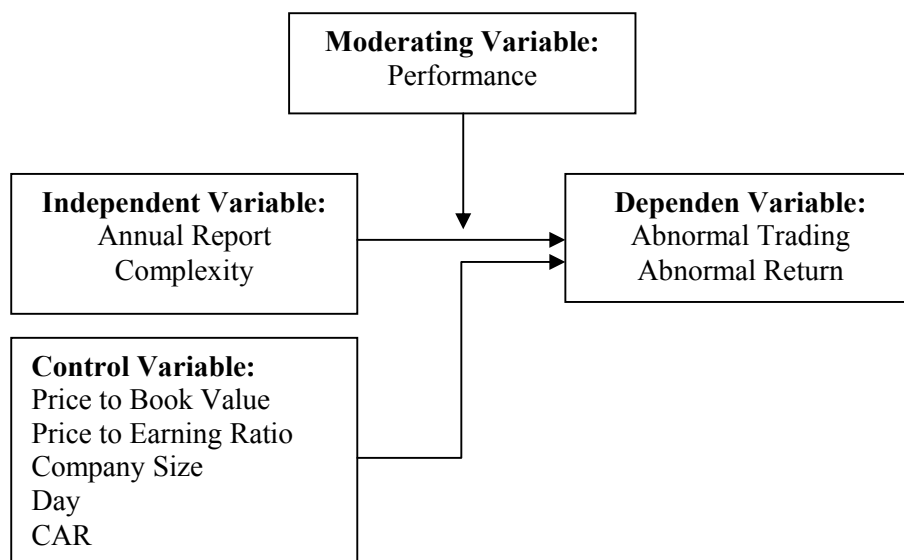
### **2.4. ABNORMAL RETURN**

Return *abnormal* umumnya menjadi fokus dalam studi peristiwa yang mengamati reaksi harga atau efisiensi pasar. Return *abnormal* merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan return yang diharapkan (*expected return*) (Hartono, 1998). Penelitian ini

menggunakan perhitungan return *abnormal* dengan pendekatan *market adjusted model* seperti yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995). Dengan model ini return *abnormal* yang dihitung merupakan return pasar disesuaikan. Perbedaan penting antara pengujian harga dan volume adalah bahwa harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan sedangkan volume merefleksikan perubahan dalam pengharapan investor individual (Beaver, 1968). Suatu informasi, misalnya pengumuman laba atau pengumuman dividen mungkin netral dalam arti tidak mengubah pengharapan tentang pasar sebagai suatu keseluruhan tetapi mungkin mengubah pengharapan individual. Dalam situasi seperti ini tidak akan ada reaksi harga, tetapi mungkin ada pergantian dalam posisi portofolio yang merefleksikan reaksi volume (Bandi dan Hartono, 2000).

## 2.5.KERANGKA PEMIKIRAN

Untuk memudahkan memahami alur dari penelitian ini serta variabel yang digunakan maka peneliti membuat kerangka dari penelitian ini sebagai berikut:



**Gambar 1: Kerangka Pemikiran**

Terdapat perbedaan dalam pengujian antara *abnormal return* dan *abnormal trading*. Perbedaan tersebut adalah pada pengujian *abnormal trading* menggunakan variabel CAR dan DAY sedangkan untuk pengujian *abnormal return* kedua variabel ini tidak digunakan. Variabel CAR tidak digunakan karena variabel ini menjadi variabel dependen untuk pengukuran *abnormal return* sedangkan DAY tidak digunakan karena sesuai dengan pengujian *redundant variable likelihood ratio*, variabel ini disarankan untuk dikeluarkan dari model untuk menguji persamaan kedua. Untuk persamaan pertama, variabel ini tetap digunakan untuk menghindari terjadinya masalah *omitted variable*.

Kompleksitas laporan tahunan akan memberikan pengaruh negatif terhadap volume perdagangan saham (Miller, 2010) maupun return saham. Laporan tahunan yang berkinerja buruk umumnya lebih sulit dipahami dan lebih kompleks dibandingkan laporan tahunan perusahaan

berkinerja baik. Laporan tahunan yang kompleks pada perusahaan yang berkinerja buruk atau rugi tersebut akan dapat memperkuat hubungan negatif antara kompleksitas laporan tahunan dan *abnormal trading* serta *abnormal return*. Hal ini berarti bahwa, perusahaan yang rugi akan memiliki hubungan negatif yang lebih kuat antara kompleksitas laporan tahunan mereka dengan *abnormal trading* maupun *abnormal return*.

Mengikuti penelitian Miller (2010), penelitian ini menggunakan beberapa variabel control. Variabel tersebut adalah *price to book value* (PBV) yang diharapkan berhubungan negatif dengan *abnormal trading* dan positif terhadap return *abnormal*, *price to earning ratio* (PER) yang diharapkan berpengaruh negatif terhadap *abnormal trading*, *cumulative abnormal return* (CAR) yang diharapkan berpengaruh positif terhadap *abnormal trading*, jumlah selisih hari antara pengumuman laba dan penyampaian laporan tahunan (DAY) serta memasukan dummy tahun (D\_YEARS) untuk menangkap masalah perbedaan tahun dari sampel. Penelitian ini juga menggunakan ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol dan diharapkan memberikan pengaruh positif terhadap *abnormal trading* maupun *abnormal return*.

## **2.6. PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

De Franco et al. (2013) menemukan hubungan positif antara keterpahaman (*readability*) laporan analis dengan reaksi volume perdagangan. Laporan yang semakin *readability* adalah laporan yang semakin tidak kompleks. You dan Zhang (2009) menemukan penundaan reaksi harga saham pada laporan 10-K yang lebih panjang dan kompleks dan menemukan bahwa terdapat *abnormal trading* volume dan pergerakan harga saham yang lebih tinggi disekitar tanggal pengajuan 10-K. Miller (2010) menemukan bahwa perusahaan dengan laporan yang lebih mudah dipahami akan memiliki volume transaksi yang lebih besar.

Miller (2010) berpendapat bahwa laporan yang terlalu kompleks akan menyulitkan investor kecil dan investor ritel memproses laporan tersebut dengan cepat disekitar tanggal penyampaian laporan. Lawrence (2010) menemukan bahwa investor ritel lebih suka berinvestasi pada perusahaan dengan laporan yang lebih pendek dan lebih mudah dipahami. Berdasarkan penelitian diatas maka disusun hipotesis pertama penelitian ini:

### ***H1: Kompleksitas Laporan Tahunan berpengaruh negatif terhadap Abnormal trading***

Lehavy et al. (2011) menemukan bahwa 10-K dengan laporan yang lebih sulit dipahami memiliki lebih banyak *analyst following*, dispersi analis yang lebih besar, dan akurasi yang lebih rendah. Palmsrose et al. (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan dispersi analis lebih tinggi memiliki tingkat pengembalian saham (*return*) yang lebih rendah. Francis et al. (2002) menemukan bahwa harga saham bereaksi terhadap narasi pengungkapan laporan tahunan dan menyimpulkan bahwa mereka memiliki informasi yang bermanfaat bagi investor. Baginski et al. (2000) menemukan bahwa pengungkapan adalah kredible dan dapat meningkatkan reaksi pasar terhadap kejutan laba



(earnings surprises). Davis et al. (2007) menemukan respon pasar yang signifikan positif terhadap bahasa yang optimistis dan pesimistis dalam pengumuman laba oleh manajemen.

Holthausen dan Verrecchia (1990) berpendapat bahwa efek *informedness* dan efek konsensus (dua efek informasi) biasanya terjadi bersama-sama ketika informasi keuangan dilepaskan. Efek *informedness* mengukur sejauh mana investor menjadi lebih memahami perusahaan, yang mengakibatkan peningkatan perubahan harga tak terduga dan volume perdagangan. Efek konsensus, di sisi lain, mengukur sejauh mana kesepakatan di antara investor, sehingga meningkatkan perubahan harga tak terduga, namun penurunan volume perdagangan sebagai pendapat investor menjadi homogen.

Ohlson (1975) berpendapat bahwa keuntungan investor berasal dari peningkatan informasi sejalan dengan peningkatan kekayaan investor. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa ukuran transaksi meningkat bersama dengan kekayaan investor (Cready 1988) dan *informedness* (Easley dan O'Hara 1987; Hasbrouck 1988). Rata-rata, investor yang lebih kaya dan lebih tepat serta memiliki informasi yang lebih baik cenderung melakukan trading yang lebih besar (investor besar), sedangkan investor kurang kaya dan kurang informasi cenderung melakukan trading yang lebih kecil (investor kecil).

Bloomfield et al. (1999) menemukan bahwa *less informed* investors secara sistematis mentransfer kekayaannya kepada investor yang *more informed*. Elliott (2006) menemukan bahwa investor yang rata-rata (*unsophisticated investors*) lebih mudah untuk salah dalam memahami maksud manajemen dibanding investor profesional karena keterbatasan kognitif mereka. Berdasarkan penelitian diatas maka disusun hipotesis kedua penelitian ini:

***H2: Kompleksitas Laporan Tahunan berpengaruh negatif terhadap abnormal return***

Subramanian et al. (1993) menemukan bahwa laporan tahunan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik cenderung lebih mudah dipahami dibanding kinerja yang buruk. Courtis (2004) menemukan bahwa *low reading ease*, dan *high readability variability*, berhubungan dengan *bad news*. Li (2008) melakukan penelitian dengan sampel yang besar di US dan menemukan laporan tahunan perusahaan dengan laba yang rendah cenderung lebih sulit untuk dipahami. Merkl-Davies dan Brennan (2007) menemukan bahwa laporan perusahaan besar memiliki tingkat kohesivitas yang lebih rendah (*less cohesive*) dan lebih sulit dipahami dibanding perusahaan kecil. Penelitian Li (2008) menemukan bahwa manajer perusahaan kemungkinan mencoba untuk menyembunyikan kinerja perusahaan yang buruk dari investor dengan cara meningkatkan kompleksitas laporannya.

Keseluruhan penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *bad news* cenderung memiliki laporan tahunan yang lebih kompleks dan sulit dipahami dibandingkan laporan tahunan perusahaan yang *good news* karena manajer berusaha menyembunyikan kinerja buruk mereka. Laba dan rugi merupakan ukuran kinerja yang paling mudah dipahami oleh investor, sehingga indikasi mengenai *bad news* dan *good news* serta kinerja perusahaan yang penelitian

gunakan dalam penelitian ini adalah laba dan rugi. Sesuai dengan penelitian itu maka peneliti membuat hipotesis ketiga dan keempat penelitian ini sebagai berikut:

***H3: Kompleksitas laporan tahunan perusahaan yang mengalami kerugian akan memiliki pengaruh negatif yang lebih besar terhadap abnormal trading dibandingkan perusahaan yang laba.***

***H4: Kompleksitas laporan tahunan perusahaan yang mengalami kerugian akan memiliki pengaruh negatif yang lebih besar terhadap abnormal return dibandingkan perusahaan yang laba***

### **3. METODE PENELITIAN**

#### **3.1. SAMPEL PENELITIAN**

Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia kategori manufaktur yang telah melaporkan Laporan Tahunan dan Laporan Keuangan secara lengkap pada periode tahun 2012 dan 2013. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan yang telah menyampaikan laporan tahunan dan laporan keuangan kepada Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian serta terdapat perdagangan saham perusahaan tersebut (bukan saham tidur).

#### **3.2. OPERASIONALISASI VARIABEL**

##### **3.2.1. VARIABEL DEPENDEN**

Variabel dependen dalam penelitian adalah: *abnormal trading* dan *abnormal return*. Pengukuran *abnormal trading* mengikuti Miller (2010) dengan menggunakan rata-rata volume perdagangan harian pada periode jendela (-1,3) dikurangi dengan rata-rata volume perdagangan harian sepanjang periode pengamatan (-49, -5) dibagi dengan standar deviasi volume perdagangan harian. Penggunaan *abnormal trading* volume ini dilakukan untuk menghindari efek dari teknologi maupun faktor lainnya yang dapat mempengaruhi volume perdagangan (Barber et al., 2009).

Penelitian ini mencoba menggunakan metode yang diadaptasi dari metode *abnormal return*, menjadi *abnormal trading* volume (Miller, 2011). Rumus metode ini adalah:

$$AVOL (AVAL)_{i,t} = \frac{\text{Vol (Val)}_{event} - \text{Vol (Val)}_{nonevent}}{\text{Standar Deviasi Vol (Val)}_{nonevent}}$$

Dimana:

AVOL = Volume perdagangan tidak normal (*abnormal trading* volume)

AVAL = Value perdagangan tidak normal (*abnormal trading* value)

Vol (Val) *event* = rata-rata volume/value perdagangan harian pada periode jendela

Vol (Val) *nonevent* = rata-rata volume/value perdagangan harian sepanjang periode pengamatan

Penelitian ini menggunakan akumulasi return tidak normal atau (*cumulative abnormal return*) yaitu penjumlahan return *abnormal* selama periode jendela. Model pasar yang disesuaikan (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini tidak diperlukan periode estimasi untuk membentuk model estimasi. Oleh karena itu menurut model ini return yang diharapkan adalah return indeks pasar pada periode peristiwa tertentu, dan return yang diharapkan untuk semua sekuritas pada periode peristiwa tertentu besarnya sama. Penelitian ini menggunakan model yang disesuaikan dengan pasar seperti yang dilakukan oleh Bamber dan Cheon (1995). Return *abnormal* tiap saham selama periode pengamatan dihitung dengan menggunakan formulasi sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum(R_{it} - E(R_{it}))$$

dimana:

$CAR_{it}$  = *Cumulative Abnormal return* saham i pada periode t

$R_{it}$  = tingkat pengembalian saham individual i periode t

$E(R_{it})$  = tingkat pengembalian pasar yang diharapkan pada periode t

Mengikuti model penelitian Miller (2010), tingkat pengembalian saham dihitung dari selisih antara harga saham periode t dikurangi harga saham periode t-1 lalu dibagi dengan harga saham periode t-1 pada periode pengamatan (-1, 3). Tingkat pengembalian saham yang diharapkan adalah menggunakan return pasar pada periode pengamatan (-1, 3). Return pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah selisih antara indeks sektor manufaktur periode t dikurangi dengan indeks sektor manufaktur periode t-1 dibagi dengan indeks sektor manufaktur periode t-1 pada periode pengamatan (-1,3).

### 3.2.2. *VARIABEL INDEPENDEN*

Variabel dependen dalam penelitian adalah kompleksitas laporan tahunan yang diukur dengan menggunakan dua proksi:

- Word, yaitu jumlah kata dalam laporan tahunan
- Characters, yaitu jumlah karakter tanpa spasi dalam laporan tahunan

Penggunaan jumlah kata dalam penelitian ini sesuai dengan penelitian Miller (2010), Li (2008), dan Loughran dan McDonald (2013). Li (2008) dan Loughran dan McDonald (2013) berpendapat bahwa ukuran jumlah kata merupakan ukuran yang unggul mengukur kompleksitas dan readability laporan tahunan karena dalam laporan tahunan terkadang kata-kata yang dingkat cenderung lebih mudah dipahami oleh pengguna dibandingkan kata-kata yang panjang.

### 3.2.3. VARIABEL KONTROL

Mengikuti penelitian Miller (2010), penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol. Variabel tersebut adalah *price to book value* (PBV) yang diharapkan berhubungan negatif dengan *abnormal trading* dan positif terhadap return *abnormal*, *price to earning ratio* (PER) yang diharapkan berpengaruh negatif terhadap *abnormal trading*, *cumulative abnormal return* (CAR) yang diharapkan berpengaruh positif terhadap *abnormal trading*, jumlah selisih hari antara pengumuman laba dan penyampaian laporan tahunan (DAY) serta memasukan dummy tahun (D\_YEARS) untuk menangkap masalah perbedaan tahun dari sampel. Penelitian ini juga menggunakan ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol dan diharapkan memberikan pengaruh positif terhadap *abnormal trading* maupun *abnormal return*.

### 3.3. PENGUJIAN DAN ANALISIS DATA

Penelitian ini akan diuji dengan menggunakan analisis regresi berganda. Analisis regresi pada dasarnya adalah penelitian mengenai ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen, dengan tujuan untuk mengestimasi dan atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel yang diketahui (Gujarati dan Porter, 2009). Sebelum melakukan uji regresi, peneliti akan terlebih dahulu melakukan pengujian normalitas, heterokedastisitas, multikolinieritas, maupun autokorelasi. Persamaan yang akan di uji adalah sebagai berikut:

#### Model Persamaan 1: Pengaruh Kompleksitas Laporan Tahunan terhadap *Abnormal Trading Volume*

$$\begin{array}{cccccc} & (-) & (-) & (-) & (-) & (+) \\ \text{AVOL}_{i,t} & = & \alpha_0 + \beta_1 \text{WORD}_{i,t} + \beta_2 \text{PBV}_{i,t} + \beta_3 \text{PER}_{i,t} + \beta_4 \text{CAR}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{DAY}_{i,t} + \\ (\text{AVAL}_{i,t}) & & \beta_7 \text{D\_YEARS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & & & \\ & & (?) & & & (?) \end{array}$$

#### Model Persamaan 2: Pengaruh Kompleksitas Laporan Tahunan terhadap *Abnormal Return*

$$\begin{array}{cccccc} & (-) & (+) & (-) & (+) & (?) \\ \text{CAR}_{i,t} & = & \alpha_0 + \beta_1 \text{WORD}_{i,t} + \beta_2 \text{PBV}_{i,t} + \beta_3 \text{PER}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{D\_YEARS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & & & \end{array}$$

#### Model Persamaan 3: Dampak Kinerja Terhadap Pengaruh Kompleksitas Laporan Tahunan Terhadap *Abnormal trading*:

$$\begin{array}{cccccc} & (-) & (-) & & (-) & (-) \\ \text{AVOL}_{i,t} & = & \alpha_0 + \beta_1 \text{WORD}_{i,t} + \beta_2 \text{WORD}_{i,t} * \text{D\_EARN}_{i,t} + \beta_3 \text{PBV}_{i,t} + \beta_4 \text{PER}_{i,t} + \beta_5 \text{CAR}_{i,t} + \\ (\text{AVAL})_{i,t} & & \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{DAY}_{i,t} + \beta_8 \text{D\_YEARS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & & & \\ & & (+) & & (+) & (?) & & (?) \end{array}$$

**Model Persamaan 4: Dampak Kinerja Terhadap Pengaruh Kompleksitas Laporan Tahunan Terhadap *Abnormal return*:**

	(-)	(-)	(+)	(-)	
$CAR_{i,t}$	=	$\alpha_0 + \beta_1 WORD_{i,t} + \beta_2 D\_EARN_{i,t} + \beta_3 PER_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 D\_YEARS_{i,t} + e_{i,t}$	+	+	+
		(+)	(+)	(+)	(+)

#### 4. HASIL PENELITIAN

##### 4.1. HASIL PEMILIHAN SAMPEL

Sampel diseleksi dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria yang telah ditentukan seperti yang dijelaskan pada bab sebelumnya. Berdasarkan kriteria sampel, jumlah sampel yang digunakan adalah sebanyak 90 perusahaan setelah dikurangi 48 perusahaan yang dikeluarkan dari sampel karena tidak menyampaikan laporan tahunan tahun 2012 dan 2013 (20 perusahaan/40 sampel), tidak menyampaikan laporan tahunan tahun 2012 atau tahun 2013 sebanyak 17 sampel, dan transaksi sahamnya tidak likuid bahkan tidak terjadi transaksi pada tahun 2012 dan 2013 (28 perusahaan/ 56 sampel) dan transaksi sahamnya tidak likuid bahkan tidak terjadi transaksi hanya pada tahun 2012 atau 2013 sebanyak 4 sampel. Total sampel penelitian ini selama 2 tahun adalah sebanyak 159 sampel (*firm years*)

##### 4.2. UJI ASUMSI KLASIK

Pengujian asumsi klasik ini bertujuan untuk mengetahui dan menguji kelayakan atas model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Pengujian ini juga dimaksudkan untuk memastikan bahwa di dalam model regresi yang digunakan tidak terdapat masalah multikolonieritas dan heteroskedastisitas serta terbebas dari masalah autokorelasi (Ghozali, 2009). Untuk melakukan pengujian masalah multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat matriks korelasi dari variabel bebas, jika terjadi koefisien korelasi lebih dari 0,80 maka terdapat multikolinearitas (Gujarati dan Porter, 2009). Berdasarkan uji multikolinieritas diatas diketahui bahwa tidak terjadi masalah multikolinieritas. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada model 1 dan model 3 terdapat masalah heteroskedastis pada tingkat  $\alpha = 5\%$ . Pada model 2 dan model 4 yang menghubungkan kompleksitas laporan tahunan dengan *abnormal return* tidak terjadi masalah heterokedastisitas. Pada model 1 dan model 3, peneliti telah melakukan pengujian tambahan dengan menggunakan *White Heteroskedasticity Consistent Coefficient Covariance Test* untuk memperbaiki data yang mengalami masalah heterokedastisitas.

Autokorelasi adalah korelasi antara anggota-anggota serangkaian observasi yang tersusun dalam rangkaian waktu atau yang tersusun dalam rangkaian ruang. Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Suatu model dikatakan mengalami masalah autokorelasi jika memiliki nilai probabilitas

kecil dari  $\alpha$ . Keseluruhan hasil uji diatas memiliki nilai probabilitas diatas  $\alpha$  (5%) sehingga dapat dikatakan bahwa model tidak mengalami masalah autokorelasi.

### 4.3. UJI HIPOTESIS

#### 4.3.1. STATISTIK DESKRIPTIF

Secara umum, rata-rata beda waktu antara penyampaian laporan tahunan dengan pengumuman laba berkisar sekitar 31 hari. *Abnormal volume trading* dan *abnormal value trading* secara rata-rata adalah positif, dengan nilai sejumlah 0,62 dan 0,70. *Abnomal return* rata-rata berada pada nilai negatif, tetapi sangat kecil yaitu -0,004. Volume perdagangan positif menunjukkan peningkatan perdagangan *abnormal* sedangkan koefisien negatif menunjukkan bahwa terjadi penurunan perdagangan *abnormal*.

*Price to earning ratio* dan *price to book value* menunjukkan nilai positif dengan rata-rata sebesar 26,92 untuk *price to earning ratio* dan 2,52 untuk *price to book value*. Jumlah kata dalam laporan tahunan cukup bervariasi, yaitu berkisar antara 4.506 kata sampai dengan 201.649 kata dengan rata-rata sebanyak 58.636 kata. Jumlah karakter dalam laporan tahunan tersebut berkisar antara 27.647 karakter sampai dengan 1.221.126 karakter dengan rata-rata sebanyak 366.418 karakter untuk setiap laporan tahunannya. Jumlah perusahaan yang masuk dalam kategori laba adalah sebanyak 14% dari total sampel, dan 49% sampel berasal dari sampel tahun 2013.

#### 4.3.2. PENGARUH KOMPLEKSITAS LAPORAN TAHUNAN TERHADAP ABNORMAL TRADING

Pengujian pengaruh kompleksitas laporan tahunan terhadap *abnormal trading* dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda. Regresi linier berganda ini dilakukan untuk menguji pengaruh kompleksitas laporan tahunan terhadap *abnormal trading volume* (dan juga *abnormal trading value* sebagai pembanding) dengan menggunakan variabel ukuran perusahaan, *price to book value*, *abnormal return*, *price to earnings ratio*, selisih hari antara pengumuman laba dengan penyampaian laporan tahunan, dan *dummy years* sebagai variabel kontrolnya. Hasil pengujian regresi linear berganda disajikan pada tabel 1.

Tabel 1

#### Hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dengan *abnormal trading*

Variabel Dependen	<i>Abnormal Volume Trading (AVOL)</i>				<i>Abnormal Value Trading (AVAL)</i>			
	Koefisien	t-Statistic	Expect	Prob.	Koefisien	t-Statistic	Expect	Prob.
Var_Independen								
Constan	2.722209	0.905509	?	0.3666	3.267110	1.025877	?	0.3066
Word	-4.70E-06	-1.116994	-	0.2658	-4.71E-06	-1.042036	-	0.2991
PBV	-0.050595	-3.092272	-	0.0024***	-0.051624	-3.073448	-	0.0025***
PER	0.001679	0.589322	-	0.5565	0.001853	0.599984	-	0.5494
CAR	3.795157	2.410739	+	0.0171**	5.039781	2.918468	+	0.0041***
SIZE	-0.119328	-0.976352	+	0.3305	-0.139239	-1.068922	+	0.2868
DAY	0.036951	1.163420	?	0.2465	0.040672	1.168934	?	0.2443
D_Years	1.073090	2.391148	?	0.0180**	1.062044	2.177071	?	0.0310**

Sumber: Data mentah diolah dengan Eviews 6.0.

\*signifikan pada 10%, \*\*signifikan pada 5%, \*\*\*signifikan pada 1%

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kompleksitas laporan tahunan yang diukur menggunakan total jumlah kata dalam laporan tahunan memiliki nilai koefisien negatif sesuai dengan hipotesis hanya saja hasil tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal trading*. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 penelitian ini yaitu bahwa kompleksitas laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *abnormal trading* perusahaan tidak terbukti.

Variabel kontrol penelitian, *price to book value* (PBV) memiliki pengaruh negatif terhadap *abnormal trading* sedangkan *abnormal return* (CAR) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *abnormal trading*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *price to book value* (PBV) yang tinggi cenderung memiliki *abnormal trading* yang rendah karena dianggap terlalu mahal oleh investor. Perusahaan yang memberikan *abnormal return* yang tinggi juga akan cenderung memiliki *abnormal trading* yang tinggi karena dianggap memberikan keuntungan bagi investor. Perbedaan tahun juga memiliki pengaruh positif terhadap *abnormal trading*, hal ini menunjukkan bahwa *abnormal trading* pada tahun 2013 cenderung lebih tinggi dibandingkan tahun 2012. Variabel kontrol seperti *price to earning ratio* (PER), ukuran perusahaan (SIZE), selisih hari antara pengumuman laba dan penyampaian laporan tahunan (DAY) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal trading*.

Peneliti melakukan pengujian untuk membuktikan hubungan antara kinerja perusahaan dengan kompleksitas laporan tahunan dan volume (*value*) trading saham. Pengujian ini membuktikan apakah perusahaan dengan kinerja yang buruk (yang dalam penelitian ini menggunakan laba dan rugi, laba adalah kinerja baik dan rugi adalah kinerja buruk) akan berpengaruh terhadap hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dan trading saham. Perusahaan rugi dinotasikan dengan nilai 1 dan perusahaan laba dinotasikan dengan nilai 0 untuk dummy kinerja (*dummy\_earn*) yang digunakan.

Pengujian dampak kinerja terhadap hubungan kompleksitas laporan keuangan dan reaksi pasar perlu dilakukan karena berdasarkan penelitian yang telah dilakukan terbukti bahwa perusahaan yang memiliki kinerja yang berbeda akan berdampak pada kompleksitas laporan keuangan yang berbeda. Subramanian et al. (1993) menemukan bahwa laporan tahunan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik cenderung lebih mudah dipahami dibanding kinerja yang buruk. Li (2008) melakukan penelitian dengan sampel yang besar di US dan menemukan laporan tahunan perusahaan dengan laba yang rendah cenderung lebih sulit untuk dipahami. Laporan tahunan yang lebih mudah dipahami semestinya akan memberikan pengaruh positif terhadap trading saham, sebaliknya laporan tahunan yang lebih sulit dipahami dapat memberikan dampak negatif terhadap volume trading saham. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 2.

**Tabel 2**  
**Hubungan antara kinerja perusahaan, kompleksitas laporan tahunan dan *abnormal trading***

Variabel Dependen	<i>Abnormal Volume Trading (AVOL)</i>				<i>Abnormal Value Trading (AVAL)</i>			
	Koefisien	t-Statistic	<i>Expect</i>	Prob.	Koefisien	t-Statistic	<i>Expect</i>	Prob.
Var_Independen								
Constan	3.296861	1.036015	?	0.3019	3.887757	1.152691	?	0.2509
Word	-5.18E-06	-1.187929	-	0.2367	-5.17E-06	-1.099951	-	0.2731
Word*D_Earn	7.45E-06	0.994950	-	0.3214	7.42E-06	0.932597	-	0.3525
PBV	-0.045391	-2.800419	-	0.0058***	-0.046319	-2.799323	-	0.0058***
PER	0.001896	0.631082	-	0.5289	0.002070	0.637688	-	0.5246
CAR	3.634627	2.504603	+	0.0133**	4.876320	3.051134	+	0.0027***
SIZE	-0.139601	-1.073999	+	0.2845	-0.160586	-1.159929	+	0.2479
DAY	0.036648	1.160119	?	0.2478	0.039902	1.154706	?	0.2500
D_Years	1.039090	2.352820	?	0.0199**	1.027117	2.137811	?	0.0342**

Sumber: Data mentah diolah dengan *Eviews 6.0*.

\*signifikan pada 10%, \*\*signifikan pada 5%, \*\*\*signifikan pada 1%

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tidak mempengaruhi hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dengan trading saham. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan dengan kinerja yang baik maupun buruk. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 penelitian ini yang menyatakan bahwa kompleksitas laporan tahunan perusahaan yang rugi memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap *abnormal trading* dibandingkan perusahaan yang laba tidak terbukti.

Secara umum, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dengan volume maupun value trading saham pada perusahaan sampel, baik dalam kondisi laba maupun rugi. Hal ini dapat disebabkan oleh investor di Indonesia yang masih belum canggih (*unsophisticated investors*) dan naive, sehingga tidak dapat bereaksi secara tepat serta bentuk pasar modal di Indonesia yang belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan (Setiawan dan Hartono, 2003).

#### **4.3.3. PENGARUH KOMPLEKSITAS LAPORAN TAHUNAN TERHADAP ABNORMAL RETURN**

Bloomfield et al. (1999) menemukan bahwa *less informed investors* secara sistematis mentransfer kekayaannya kepada investor yang *more informed*. Elliott (2006) menemukan bahwa investor yang rata-rata (*unsophisticated investors*) lebih mudah untuk salah dalam memahami maksud manajemen dibanding investor profesional karena keterbatasan kognitif mereka. Penelitian ini menguji hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dan *abnormal return* saham untuk memberikan bukti mengenai adanya hubungan antara kedua hal ini.

**Tabel 3**  
**Hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dengan *abnormal return***

Variabel Dependen	<i>Abnormal return</i>			
	Koefisien	t-Statistic	<i>Expect</i>	Prob.
Var_Independen				
Constan	-0.207261			
Word	-4.01E-07	-1.482892	?	0.1402
	0.002353	-1.814358	-	0.0716*



PBV	-1.39E-05	2.045341	+	0.0425**
PER	0.007453	-0.192669	-	0.8475
SIZE	0.017101	1.452181	+	0.1485
D_Years		1.177472	?	0.2408

Sumber: Data mentah diolah dengan Eviews 6.0.

\*signifikan pada 10%, \*\*signifikan pada 5%, \*\*\*signifikan pada 1%

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kompleksitas laporan tahunan yang diukur menggunakan total kata dalam laporan tahunan memiliki nilai koefisien negatif sesuai dengan hipotesis serta terbukti secara signifikan berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hasil ini berbeda dengan pengujian menggunakan *abnormal trading* saham yang menunjukkan tidak terdapat pengaruh signifikan kompleksitas laporan tahunan terhadap *abnormal trading*. Berdasarkan hasil analisis diatas maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua penelitian ini yang menyatakan bahwa kompleksitas laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* terbukti.

Hasil ini sesuai dengan beberapa temuan sebelumnya yang menyatakan bahwa perbedaan kemampuan inversor dalam mengekstraksi suatu laporan serta biaya pemrosesan informasi yang berbeda akan memberikan dampak pada reaksi pasar (Cready 1988; Easley dan O'Hara, 1987; Hasbrouck, 1988; Bloomfield et al., 1999; Elliott, 2006). Lehavy et al. (2011) menemukan bahwa 10-K dengan laporan yang lebih sulit dipahami memiliki lebih banyak *analist following*, dispersi analisis yang lebih besar, dan akurasi yang lebih rendah. Palmsrose et al. (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan dispersi analisis lebih tinggi memiliki tingkat pengembalian saham (*return*) yang lebih rendah. Temuan-temuan ini sesuai dengan temuan penelitian ini bahwa laporan keuangan yang kompleks akan memberikan dampak pada *abnormal return* yang rendah.

Penelitian ini juga melakukan eskplorasi terhadap dampak kinerja perusahaan terhadap hubungan antara kompleksitas laporan tahunan dan *abnormal return*. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 4 Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel kompleksitas memiliki pengaruh signifikan terhadap *abnormal return*, akan tetapi variabel interaksi antara kompleksitas laporan tahunan dan kinerja perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Hasil temuan ini menunjukkan bahwa pada kondisi perusahaan yang berkinerja baik maupun buruk, tidak terdapat perbedaan hubungan kompleksitas laporan tahunan dengan *abnormal return*nya. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat penelitian ini yang menyatakan bahwa kompleksitas laporan tahunan perusahaan yang rugi memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap *abnormal return* dibandingkan perusahaan yang laba tidak terbukti.

**Tabel 4**

**Hubungan antara kinerja perusahaan, kompleksitas laporan tahunan dan *abnormal return***

Variabel Dependen	<i>Abnormal return</i>			
	Koefisien	t-Statistic	<i>Expect</i>	Prob.
Var_Independen				
Constan	-0.192896	-1.373986	?	0.1715
Word	-4.26E-07	-1.918031	-	0.0570*
Word*D_Earn	3.55E-07	1.049204	-	0.2957
PBV	0.002534	2.179380	+	0.0308**

PER	-2.92E-06	-0.040087	-	0.9681
SIZE	0.006906	1.339078	+	0.1825
D_Years	0.016301	1.121211	?	0.2640

Sumber: Data mentah diolah dengan Eviews 6.0.

\*signifikan pada 10%, \*\*signifikan pada 5%, \*\*\*signifikan pada 1%

#### 4.4. ANALISIS SENSITIVITAS

Penelitian ini melakukan analisis sensitivitas untuk memperkuat hasil temuan yang telah dijelaskan sebelumnya. Analisis sensitivitas ini dilakukan dengan mengganti ukuran kompleksitas laporan tahunan yang sebelumnya menggunakan ukuran total kata dalam laporan tahunan menjadi jumlah karakter dalam laporan tahunan tersebut. Penggunaan proksi ini dilakukan untuk meminimalisasi kemungkinan banyaknya kata sambung maupun kata-kata yang terlalu panjang dan rumit maupun kata yang terlalu pendek dalam suatu laporan tahunan. Penggunaan jumlah kata memang menghadapi masalah sulitnya peneliti memastikan kata yang kompleks atau tidak. Berbeda dengan Fog Index yang sering digunakan sebagai ukuran kompleksitas, penggunaan jumlah kata menghadapi kendala dalam hal kompleksitas kata perkata dalam laporan tahunan. Untuk menjembatani hal ini maka peneliti mengganti ukuran kompleksitas laporan tahunan dengan menggunakan jumlah kata menjadi jumlah karakter non spasi dalam laporan tahunan.

Hasil pengujian dengan menggunakan jumlah karakter dalam laporan tahunan sebagai ukuran kompleksitas menunjukkan hasil yang konsisten. Hasil penelitian tetap mendukung hipotesis kedua penelitian ini serta tidak mendukung hipotesis pertama, ketiga, dan keempat penelitian. Variabel kontrol pada uji sensitivitas juga memiliki hasil yang konsisten dengan pengujian utama penelitian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kompleksitas laporan keuangan hanya berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap *abnormal trading* serta tidak terdapat perbedaan antara perusahaan yang berkinerja baik dan buruk dalam hal hubungan kompleksitas laporan tahunan dengan *abnormal trading* dan *abnormal return*nya. Hal ini dapat disebabkan oleh berbagai hal seperti investor yang naive dan kurang canggih (Setiawan dan Hartono, 2003) ataupun jumlah saham tidur yang besar dipasar modal Indonesia. Penyebab lainnya yang mungkin dapat berpengaruh adalah investor masih cenderung berfokus pada *bottom line* data perusahaan seperti laba dan kinerja keuangan lain yang telah dapat dimengerti melalui laporan keuangan yang disampaikan beberapa waktu sebelumnya.

## 5. PENUTUP

### 5.1. KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk membuktikan pengaruh kompleksitas laporan tahunan terhadap *abnormal trading* dan *abnormal return* saham. Penelitian ini juga melakukan analisis tentang dampak kinerja terhadap hubungan kedua variabel tersebut. Hasil penelitian menemukan bahwa kompleksitas laporan tahunan tidak berpengaruh terhadap *abnormal trading* (baik *abnormal volume trading*

maupun *abnormal value trading*) saham serta berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham. Penelitian ini juga menemukan bahwa kinerja perusahaan tidak memberikan dampak terhadap pengaruh kompleksitas laporan tahunan perusahaan terhadap *abnormal trading* perusahaan maupun *abnormal return* saham.

## **5.2. IMPLIKASI PENELITIAN**

Hasil penelitian ini menemukan bahwa kompleksitas laporan tahunan berpengaruh negatif terhadap abnormal return pemegang saham. Ini mendukung gagasan bahwa kelebihan informasi juga akan menyebabkan masalah yang sama seperti halnya kekurangan akan informasi. Hal ini penting menjadi perhatian bagi para pembuat aturan dan regulasi seperti Ikatan Akuntan Indonesia, Bursa Efek Indonesia, maupun Otoritas Jasa Keuangan dalam membuat suatu aturan khususnya tentang pengungkapan. Pengungkapan yang baik tentu adalah pengungkapan yang memadai, namun bukan selalu berarti pengungkapan yang banyak.

## **5.3. KETERBATASAN DAN SARAN PENELITIAN SELANJUTNYA**

Penelitian tidak terlepas dari berbagai keterbatasan. Peneliti berharap penelitian berikutnya dalam melakukan perbaikan-perbaikan atas keterbatasan penelitian ini sehingga dapat menghasilkan hasil penelitian yang lebih baik. Beberapa keterbatasan dan saran untuk penelitian selanjutnya dalam penelitian ini adalah:

- a. Penelitian ini hanya menggunakan panjang kata maupun jumlah karakter dalam laporan tahunan untuk mengukur kompleksitas laporan tahunan. Jumlah kata dalam laporan tahunan tidak sepenuhnya mencerminkan kompleksitas laporan tahunan karena kata-kata yang digunakan sangat variatif. Penelitian berikutnya dapat memperkaya penggunaan alat ukur lain seperti *readability* maupun alat analisis lainnya.
- b. Jumlah data penelitian ini relatif kecil (159 sampel), penelitian berikutnya dapat menambah jumlah sampel dengan menambah luas observasi maupun memperpanjang waktu observasi. Keterbatasan data ini disebabkan oleh jumlah data yang tersedia masih sedikit mengingat tahun yang menjadi sampel hanya tahun 2012 dan 2013 dengan alasan meminimalisasi perbedaan yang disebabkan oleh perbedaan peraturan.
- c. Penelitian ini menggunakan market adjusted model sebagai ukuran *abnormal return*. Ukuran ini memiliki masalah dalam hal ketepatan mengukur *abnormal return*, penelitian berikutnya dapat menggunakan market model sebagai perbandingan.

## **REFERENSI**

- Adelberg, A.H. 1979. Narrative Disclosures Contained In Financial Reports: Means Of Communication Or Manipulation. *Accounting and Business Research* 10 (Summer): pp 179-189.
- Ajija, Shochrul R., Dyah W, Sari., Rahmat H. Setianto., Martha R. Primanti. 2011. *Cara Cerdas Menguasai EViews*. Salemba Empat, Jakarta.

- Ang, Andrew, Robert Hodrick, Yuhang Xing, dan Xiaoyan Zhang. 2006. The Cross-Section Of Volatility And Expected Returns. *Journal of Finance* 61: pp 259–299.
- Arthur Andersen. 2000. *Spice Up The Story: A Survey Of Narrative Reporting On Annual Reports*. London: Arthur Andersen.
- Baginski, S., J. Hassell, dan W. Hillison. 2000. Voluntary Causal Disclosures: Tendencies And Capital Market Reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15: pp 371-389.
- Bamber, L.S., dan Cheon, Y.S. 1995. Differential Price And Volume Reactions To Accounting Earnings Announcements. *The Accounting Review* July: pp 417-441.
- Bandi dan Hartono, J. 2000. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol 3 No 2: pp 27-55.
- Bapepam-LK. 2012. *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: Kep-431/BI/2012 Tentang Penyampaian Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik*. Jakarta: Bapepam-LK.
- Barber, B., T. Odean, dan N. Zhu. 2009. Do Retail Traders Move Markets? *Review of Financial Studies* (January): pp 151–186.
- Barth, M.E., R. Kasznik., dan M. McNichols. 2002. Analyst Coverage and Intangible Assets. *Journal of Accounting Research* 39: pp 1-34
- Beaver, W. 1968. The Information Content of Annual Earning Announcement. *Empirical Research in Accounting, Supplement to Journal of Accounting Research* 6, 1968: pp 67-92.
- Bloomfield, R. R. Libby, dan M. W. Nelson. 1999. Confidence And The Welfare Of Less-Informed Investors. *Accounting, Organizations and Society* 24 (November): pp 623 - 647.
- Bloomfield, R. 2002. The “Incomplete Revelation Hypothesis” and Financial Reporting. *Accounting Horizons* (16) September: pp 233–243.
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level and The Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72 (Juli): pp 323–349.
- Courtis, J.K. 1998. Annual Report Readability Variability: Tests Of The Obfuscation Hypothesis. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 11 (4): pp 459-471.
- Courtis, K. John. 2004. Colour As Visual Rhetoric In Financial Reporting. *Accounting Forum* Vol. 28 No. 3: pp 265-281
- Cready, W. 1988. Information Value and Investor Wealth: The Case of Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* 26: pp 1–27.
- Cready, W. dan D. Hurr. 2002. Assessing Investor Response To Information Events Using Return And Volume Metrics. *The Accounting Review* 77 (4): pp 891–909.
- Davis, A.K., J.M. Piger dan L.M. Sedor. 2007. Beyond The Numbers: Managers’ Use Of Optimistic And Pessimistic Tone In Earnings Press Releases. *Working paper*.
- De Franco, G., O.-K. Hope, D. Vyas, dan Y. Zhou. 2013. Analyst Report Readability. *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming.
- Easley, D. dan O’Hara, M. 1987. Price, Trade Size, And Information In Securities Markets. *Journal of Financial Economics* 19: pp 69-60.
- Elliot WB. 2006. Are Investors Influenced By Pro Forma Emphasis And Reconciliations In Earnings Announcements? *The Accounting Review*, 81(1): pp 113- 133.
- Fama, E. F., dan French, K. R. 1998. Value Versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance* 53: pp 1975–1999.
- Francis, J., K. Schipper dan L. Vincent. 2002. Expanded Disclosures And The Increased Usefulness Of Earnings Announcements. *The Accounting Review* 77 (3): pp 515-546.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Cetakan III*. Badan Penerbitan Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gujarati, Damodar., dan Dawn C. Porter. 2009. *Basic Econometrics, 5th Edition*. New York. McGraw-Hill Book Co.
- Hartono, Jogyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Hasbrouck, J. 1988. Trades Quotes, Inventories and Information. *Journal of Financial Economics* 22: pp 229-252.
- Healy, P., Palepu, K., 1993. The Effect Of firms’ Financial Disclosure Strategies On Stock Prices. *Accounting Horizons* 7: pp 1–11.
- Holthausen, Robert W., dan Robert E. Verrecchia. 1990. The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior. *The Accounting Review* January: pp 191-208.
- Hoskin, R., J. Hughes dan W. Ricks. 1986. Evidence On The Incremental Information Content Of Additional Firm Disclosures Made Concurrently With Earnings. *Journal of Accounting Research* 24 (Supplement): pp 1-36.

- Jensen, M. and Meckling, W.H. 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* Vol. 3 pp. 305-60.
- Khomsiyah dan Susanti, 2003. Pengungkapan, Asimetri Informasi, dan Cost of Capital. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI IAIKAPd*: pp 1008-1021. Surabaya: Universitas Airlangga
- Kim, O., Verrecchia, R.E. 1991. Trading Volume And Price Reactions To Public Announcements. *Journal of Accounting Research* 29: pp 302-321.
- Kross, W. dan D. Schroeder. 1984. An Empirical Investigation of the Effect of Quarterly Earnings Announcement Timing on Stock Returns. *Journal of Accounting Research*, Spring: pp. 153-76.
- Lang, M. dan R. Lundholm. 2000. Voluntary Disclosure And Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry Or Hying The Stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): pp 623-662.
- Lawrence, Alastair. 2010. Individual Investors And Financial Disclosure. *Working paper* University of Toronto.
- Lehavy, Reuven., Li, Feng., Merkley, Kenneth. 2011. The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts. *The Accounting Review* Vol. 86, No. 3: pp. 1087-1115.
- Levitt, A. 1997. Corporate finance in the information age. Remarks delivered to the Securities Regulation Institute, San Diego, California.
- Leuz, Christian dan Robert E. Verrecchia. 2000. The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research* Vol 38: pp 91-124
- Li, Feng. 2008. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3): pp 221-247.
- Loughran, Tim., dan McDonald, Bill. 2013. Measuring Readability in Financial Disclosures. *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Merkel-Davies DM and Brennan NM. 2007. Discretionary Disclosure Strategies In Corporate Narratives: Incremental Information Or Impression Management? *Journal of Accounting Literature* 26(1): pp 116-194.
- Miller, B. 2010. The Effects Of Reporting Complexity On Small And Large Investor Trading. *The Accounting Review* Vol 85: pp 2107-2143.
- Ohlson, J.A., 1975. The Complete Ordering Information Alternatives For A Class Of Portfolio Selection Models. *Journal of Accounting Research* 13: pp 267-82.
- Palmsrose, Z., V.J. Richardson, and S. Scholz. 2004. Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements. *Journal of Accounting and Economics* 37: pp 59-89.
- Paredes, T. 2003. Blinded by The Light: Information Overload And Its Consequences For Securities Regulation. *Washington University Law Quarterly* (81) Summer: pp 417-485.
- Parker, LD. 1982. Corporate Annual Reporting: A Mass Communication Perspective. *Accounting and Business Research* Autumn: pp 279-286.
- Radin, A. 2007. Have We Created Financial Statement Disclosure Overload? <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2007/1107/perspectives/p6.htm>. (Diakses pada 15 April 2014).
- Schroeder, M. 2002. SEC Proposes Rules To Improve Disclosure By Public Companies. *Wall Street Journal* May 1: C5.
- Setiawan, Dody dan Jogyanto Hartono. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol 6 (2) Mei: pp 131-144.
- Spence, Michael. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 87 No. 3: pp. 355-374.
- Stoll, H. R., dan R. E. Whaley. 1990. Stock Market Structure and Volatility. *Review of Financial Studies* 3: pp 37-71.
- Subekti, Imam, 2001. Perencanaan Keuangan sebagai Instrumen Aktivitas Hedging dan Penyajian Disclosurennya dalam Laporan Keuangan. *Lintasan Ekonomi* Vol. XVIII, No. 1: pp 1 - 10.
- Subramanian, R., R.G. Insley, dan R.D. Blackwell. 1993. Performance And Readability: A Comparison Of Annual Reports Of Profitable And Unprofitable Corporations. *Journal of Business Communication* 30: pp 45-76.
- Sydserrff, R. dan P. Weetman. 1999. A Texture Index For Evaluating Accounting Narratives: An Alternative To Readability Formulae. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 12 (4): pp 459-488.
- Watss, R.L. dan J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall.
- Wolk, Harry I., Michael G. Tearney, dan James L Dodd. 2000. *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing.
- You, H., dan X. Zhang. 2009. Financial Reporting Complexity And Investor Under-Reaction To 10-K Information. *Review of Accounting Studies* 14 (4): pp 559-586.