

Management Discussion and Analysis (MD&A) dan Reaksi Investor (Studi Empiris Perusahaan Go Public di BEI)

SONDANG BERLIANA GULTOM

LINDRIANASARI

LIZA ALVIA*

Universitas Lampung

Abstract: *This research aims to provide empirical evidence of investor reaction to the disclosure of Management's Discussion and Analysis (MD&A) and Trading Volume Activity (TVA) on the companies listed on the Indonesia Stock Exchange in year 2011 until 2013. The motivation of this study is no study in Indonesia which is investigate the MD&A affect on investor's decision which is illustrated by the market reaction to stock returns and trading volume activity (TVA).*

The data in this research is secondary data obtained from the Annual Report of listed companies in Indonesia Stock Exchange (BEI), the data Corporate Governance Perception Index (CGPI) survey The Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG) 2012-2014, the list of Historical Prices Yahoo Finance periods 2012-2014 and 2012-2014 SWA Magazine. There are 827 samples in this study with 2011-2013. Then, hypothesis testing is done by using multiple linear regression and non-parametric partial correlation test.

The result shows that (1) there is a significant positive relationship of the MD&A disclosures on stock returns and (2) there is a significant positive effect disclosure of the MD&A on the trading volume activity (TVA). This study also adds paired sample t-test to find out the differences before and after stock price and TVA.

Keywords: *management's discussion and analysis, market reaction, stock return, trading volume activity*

1. Pendahuluan

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris reaksi investor atas pengungkapan informasi *Management Discussion and Analysis* (selanjutnya disebut MD&A). Pasar modal Indonesia merupakan salah satu pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*) yang ditunjukkan dengan fluktuasi harga ekuitas yang relatif tinggi. Kondisi ini sangat dipengaruhi oleh informasi yang dipublikasi oleh pihak manajemen (*internal information*) dan informasi yang berasal dari luar perusahaan yang turut mempengaruhi kebijakan manajemen (*external information*). Jika

* Alamat korespondensi: alvia_liza@yahoo.com

faktor internal dan eksternal memiliki keadaan yang baik, maka investor tertarik untuk menanamkan modal sahamnya, sehingga permintaan saham bertambah akibatnya harga saham menjadi naik (Gunawan, 2012).

Terdapat beberapa jenis informasi manajemen yang dapat dipublikasikan kepada investor, seperti kinerja keuangan perusahaan, tata kelola perusahaan, aktivitas sosial korporasi, dan MD&A tentunya. Peneliti memilih menggunakan MD&A sebagai variabel utama penelitian ini didasarkan pada hasil peringkat *Annual Report Award* (ARA) Tahun 2013 yang mengidentifikasi delapan klasifikasi informasi *Annual Report* yang memperoleh perhatian signifikan dari investor. Informasi MD&A memperoleh peringkat kedua tertinggi (22%) setelah *Good Corporate Governance* (GCG) sebesar 35%. Hal ini mengindikasikan pentingnya penyajian analisa pembahasan manajemen (MD&A) dalam menyajikan informasi bagi *stakeholder* khususnya investor.

Kandungan informasi MD&A dalam *annual report* memberikan pertimbangan kepada investor untuk melakukan evaluasi harga saham dari perusahaan yang menyajikan MD&A secara lengkap dan terbuka. Hal ini akan membuat bias ekspektasi investor relatif rendah, karena informasi yang disampaikan manajemen lebih terbuka, akurat, dan lengkap sehingga menurunkan resiko saham yang bersangkutan. Akibatnya, investor akan merespon positif terhadap informasi MD&A. Peningkatan harga saham dan volume perdagangan saham sebagai sebab adanya aksi beli oleh investor yang pada akhirnya berpengaruh juga pada rata-rata *abnormal return* dan dengan terjadinya rata-rata *trading volume activity*.

Brown (2011) menunjukkan bahwa perusahaan dengan perubahan ekonomi yang lebih besar memodifikasi MD&A lebih baik dari mereka yang perubahan ekonomi lebih kecil. Besarnya respon harga saham untuk 10-K secara positif terkait dengan skor modifikasi MD&A, namun analisis menunjukkan bahwa investor tidak menggunakan informasi MD&A. Clarkson et.al (1999) menunjukkan bahwa secara keseluruhan kualitas pengungkapan MD&A bervariasi dengan pengungkapan yang ditemukan untuk mempengaruhi pilihan pengungkapan dalam beberapa pengungkapan lainnya. Penelitian ini konsisten dengan gagasan bahwa MD&A adalah bagian dari pengungkapan keseluruhan perusahaan. Selanjutnya Bryan (2007) menggambarkan bahwa dalam menghubungkan dengan laporan keuangan dan pengungkapan MD&A, dapat membantu dalam

menilai masa depan (jangka pendek) prospek perusahaan. Temuan Mayew et al. (2012) menunjukkan bahwa informasi dalam pengungkapan MD&A lebih berguna dalam memprediksi kebangkrutan relatif terhadap rasio keuangan tiga tahun sebelum pailit dan pengungkapan MD&A yang lebih tepat waktu dibandingkan rasio keuangan. Penelitian Schroeder dan Gibson (1990), melaporkan *Readability* dari MD&A adalah kualitas tulisan yang mendorong komunikasi yang cepat dan mudah bagi pengguna *annual report*.

Sepengetahuan penulis di Indonesia belum ada penelitian mengenai apakah penyajian MD&A mempengaruhi keputusan investor untuk melakukan investasi pada suatu perusahaan dengan respon pasar yang digambarkan oleh *return* saham dan *trading volume activity* (TVA). Adapun dugaan peneliti mengenai pengungkapan MD&A terhadap respon pasar yang dalam hal ini menggunakan proksi *return* saham dan TVA adalah jika perusahaan mengungkapkan MD&A secara lengkap dan terbuka dalam *annual report*, diharapkan *return* saham dan TVA akan meningkatkan minat investor untuk membeli saham perusahaan dan akan mempengaruhi respon pasar.

Penelitian ini mengembangkan penelitian Eikner et.al (2000) menggunakan indeks *Annual Report Award* (ARA) untuk mengukur pengungkapan MD&A dan memasukkan variabel kontrol *return on equity* (ROE), *debt to equity ratio* (DER), dan CGPI (*Corporate Governance Perception Index*).

Menggunakan 827 sampel selama periode 2011-2013 penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat korelasi positif antara pengungkapan MD&A dengan *return* saham dan terdapat pengaruh positif pengungkapan MD&A terhadap *trading volume activity*.

Penelitian ini diharapkan dapat mendorong perusahaan untuk menyajikan MD&A secara lengkap dan terbuka sehingga dapat menarik minat investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut yang dapat dilihat dari kenaikan harga saham dan volume perdagangan yang tinggi. Dengan meningkatnya respon pasar maka nilai perusahaan (*value of firm*) akan meningkat.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Signaling Theory

Signaling merupakan kegiatan pendanaan manajer yang dipercaya merefleksikan nilai dari saham perusahaan. Teori ini dikembangkan oleh Ross (1977). Ross menyarankan perusahaan dengan *leverage* yang besar dapat dipakai manajer sebagai sinyal yang optimis akan masa depan perusahaan. Teori ini menekankan kepada pentingnya informasi dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan catatan penting suatu perusahaan baik di masa lalu, saat ini maupun di masa yang akan datang. *Signaling theory* menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut dan mengemukakan tentang bagaimana perusahaan memberikan sinyal-sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pelaku pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut dan diterima oleh para pelaku pasar.

Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain (Hartono, 2000). Sama halnya jika dikaitkan dengan hubungan kinerja dengan pengungkapan sosial atau lingkungan, yaitu jika suatu perusahaan memiliki kinerja finansial yang tinggi maka dapat memberikan sinyal positif bagi investor atau masyarakat melalui laporan keuangan atau laporan tahunan yang akan diungkapkan.

2.2. Shareholder Theory

Shareholder theory menyatakan bahwa perusahaan didirikan dan dijalankan untuk tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemilik/pemegang saham sebagai akibat dari investasi yang dilakukannya (Smerdon dalam Sutedi, 2011). Menurut teori ini, tanggung jawab yang paling mendasar dari direksi adalah bertindak untuk kepentingan meningkatkan nilai (*value*) dari pemegang saham. Jika perusahaan memperhatikan kepentingan pemasok, pelanggan, karyawan, dan lingkungannya, maka *value* yang didapatkan oleh pemegang saham semakin sedikit, sehingga berjalannya pengurusan oleh direksi harus mempertimbangkan kepentingan pemegang sahamnya

untuk memastikan kesehatan perusahaan dalam jangka panjang, termasuk peningkatan *value* pemegang saham (Smerdon dalam Sutedi, 2011).

Teori ini menjelaskan hubungan antara manajemen perusahaan dan pemegang saham, memiliki tujuan membantu manajemen perusahaan dalam meningkatkan penciptaan nilai sebagai dampak dari aktivitas-aktivitas yang mereka lakukan dan meminimalkan kerugian yang mungkin muncul bagi shareholder mereka. Dalam penciptaan nilai bagi perusahaan, manajemen perusahaan harus dapat mengelola seluruh sumber daya yang dimiliki perusahaan, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital*) maupun *structural capital*. Apabila seluruh sumber daya yang dimiliki perusahaan dapat dikelola dan dimanfaatkan dengan baik maka akan menciptakan *value added* bagi perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Segala tindakan tersebut dilakukan demi kepentingan pemegang saham.

2.3. Pengaruh *Management Discussion and Analysis* terhadap Return Saham

Signaling merupakan kegiatan pendanaan manajer yang dipercaya merefleksikan nilai dari saham perusahaan. Teori ini dikembangkan oleh Ross (1977). Ross (1977) menyarankan perusahaan dengan *leverage* yang besar dapat dipakai manajer sebagai sinyal yang optimis akan masa depan perusahaan. Teori *signaling* ini muncul karena adanya permasalahan asimetri informasi. Karena kondisi asimetri informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus menjual saham pada harga rendah. Dengan demikian akan mengirimkan sinyal yang sangat mempengaruhi harga saham.

Penelitian Baginski et. al (2000) memberikan bukti empiris apakah pengungkapan secara sukarela terhadap atribusi kausal dalam perkiraan laba manajemen yang kredibel dengan menyelidiki kondisi di mana atribusi tersebut dilakukan dan sejauh mana respon harga pada pasar modal yang terkait dengan atribusi tersebut. Hasilnya konsisten dengan gagasan bahwa atribusi meningkatkan kredibilitas atau ketepatan perkiraan manajemen, pengungkapan atribusi meningkatkan reaksi harga per dolar *abnormal return* yang disampaikan dalam perkiraan manajemen. Penelitian Eikner et.al (2000), *Securities and Exchange Commission* (SEC) dalam draft MD&A mengasumsikan bahwa informasi tersebut berguna untuk pengguna laporan tahunan. Penelitian ini menguji asumsi tersebut,

dan menyelidiki apakah manfaat dari pengungkapan informasi MD&A akan meningkat setelah SEC mengeluarkan rilis interpretif (*Financial Reporting Release*, FRR-36). Hubungan yang signifikan ditemukan antara *return* dan indeks pengungkapan menunjukkan bahwa pengungkapan informasi MD&A berguna. Perubahan arus kas yang signifikan dalam satu model, menunjukkan bahwa pengungkapan MD&A memiliki kandungan informasi tambahan atas perubahan arus kas.

Davis et.al (2006) meneliti apakah manajer menggunakan bahasa optimis dan pesimis dalam pengumuman laba dapat memberikan informasi tentang kinerja perusahaan di masa depan ke pasar, dan apakah pasar merespon penggunaan bahasa optimis dan pesimis dalam pengumuman laba setelah mengendalikan pendapatan dan faktor-faktor lain mungkin mempengaruhi respon pasar terhadap pengumuman laba. Hasil menunjukkan manajer menggunakan bahasa optimis dan pesimis untuk memberikan informasi yang kredibel tentang kinerja perusahaan yang diharapkan di masa depan ke pasar, dan bahwa pasar merespon penggunaan bahasa manajer tersebut.

Bushee et.al (2008) menguji dampak dari presentasi konferensi return saham dan volume reaksi dan perubahan jangka panjang dalam analis dan investor. Penelitiannya menunjukkan bahwa presentasi konferensi adalah peristiwa informasi ekonomi signifikan yang memainkan peran penting dalam interaksi perusahaan dengan pelaku pasar. Secara keseluruhan, temuan ini menunjukkan bahwa presentasi konferensi adalah komponen penting dari kegiatan pengungkapan sukarela perusahaan dan bahwa tempat pengungkapan secara signifikan mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengungkapan.

Grüning (2011) melakukan penelitian mengenai hubungan antara pengungkapan laporan tahunan, likuiditas pasar, dan biaya modal untuk perusahaan yang terdaftar di Deutsche Borse Jerman. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan laporan tahunan dapat meningkatkan likuiditas pasar dengan mengubah ekspektasi investor dan mendorong penyesuaian portofolio. Penelitian ini memberikan bukti untuk efek modal pengungkapan berdasarkan analisis kebutuhan investor mengenai return dan nilai pasar.

Penelitian Brown (2011), *Securities and Exchange Commission* (SEC) mengasumsikan bahwa perusahaan yang mengungkapkan MD&A berpotensi tidak informatif jika tidak ada perubahan dari tahun sebelumnya setelah ekonomi mengalami perubahan yang signifikan. Hasil menunjukkan bahwa perusahaan dengan perubahan ekonomi yang lebih besar memodifikasi MD&A lebih baik dari mereka

yang perubahan ekonomi lebih kecil. Besarnya respon harga saham untuk 10-K secara positif terkait dengan skor modifikasi MD&A, namun analisis menunjukkan bahwa investor tidak menggunakan informasi MD&A.

Penelitian Clarkson et.al (1999) bertujuan untuk mengetahui MD&A adalah bagian dari keseluruhan paket pengungkapan sebuah perusahaan, hasil penelitian menunjukkan bahwa secara keseluruhan kualitas pengungkapan MD&A bervariasi dengan pengungkapan yang ditemukan untuk mempengaruhi pilihan pengungkapan dalam beberapa pengungkapan lainnya. Penelitian ini konsisten dengan gagasan bahwa MD&A adalah bagian dari pengungkapan keseluruhan perusahaan dan mendukung gagasan bahwa MD&A adalah sumber informasi baru dan menunjukkan bahwa MD&A digunakan untuk keperluan analisis keuangan oleh setidaknya satu kelompok pengguna yang signifikan. Penelitian Barton dan Mercer (2004) meneliti bagaimana analisis keuangan menanggapi pengungkapan kinerja keuangan perusahaan yang buruk. Secara khusus, peneliti menemukan bahwa pengungkapan yang menyalahkan kinerja buruk pada faktor-faktor eksternal cenderung meningkatkan perkiraan laba analisis dan valuasi saham saat analisis percaya bahwa pengungkapan yang masuk akal, tapi tidak sebaliknya.

Tinneke (2007) melakukan penelitian dengan menganalisis pengaruh EVA, ROE, PER, DER, dan PBV Terhadap return saham. Penelitian ini menggunakan return total dan hasil Penelitian menunjukkan bahwa variabel PBV, EVA, dan DER berpengaruh terhadap return saham. Penelitian Norpratiwi (2007) menguji tentang hubungan antara proksi pertumbuhan IOS perusahaan dan return saham. Penelitian ini menggunakan return total dan hasil Penelitian menunjukkan bahwa keempat variabel proksi IOS tersebut secara umum dapat ditunjukkan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara rasio proksi IOS dengan return saham. Hasil pengujian dengan nonparametrik test menunjukkan bahwa proksi IOS sebagai proksi pertumbuhan bagi suatu perusahaan memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan oleh para investor di pasar modal sebagai sinyal dalam kesempatan memprediksi dan memperoleh return saham, khususnya di sekitar peristiwa atau tanggal publikasi laporan keuangan.

Penyajian informasi dikatakan informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*belief*) para pengambil keputusan. Kepercayaan ini akan mengubah harga melalui perubahan *demand* dan *supply* saham perusahaan. Semakin informatif yaitu lengkap, jelas dan terbuka pengungkapan MD&A pada *annual report*, maka respon pasar akan meningkat sehingga akan mempengaruhi peningkatan return saham. Jika *return* saham meningkat investor akan lebih tertarik untuk membeli saham perusahaan. Untuk itu peneliti mengemukakan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1. *Pengungkapan Management Discussion and Analysis pada annual report berpengaruh positif terhadap return saham*

2.4. Pengaruh Management Discussion and Analysis terhadap Trading Volume Activity

Signaling theory menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut dan mengemukakan tentang bagaimana perusahaan memberikan sinyal-sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pelaku pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut dan diterima oleh para pelaku pasar.

Penelitian Schroeder dan Gibson (1990), *Securities and Exchange Commission (SEC)* menuntut perusahaan untuk menyiapkan pengungkapan MD&A sebagai bagian dari paket laporan tahunan. MD&A membahas isu-isu dan tren yang berkaitan dengan likuiditas perusahaan, sumber daya modal dan hasil operasional perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Readability* dari MD&A adalah kualitas tulisan yang mendorong komunikasi yang cepat dan mudah bagi pengguna *annual report*. *Securities and Exchange Commission (SEC)* menuntut perusahaan untuk menyiapkan pengungkapan MD&A sebagai bagian dari paket laporan tahunan. MD&A membahas isu-isu dan tren yang berkaitan dengan likuiditas perusahaan, sumber daya modal dan hasil operasional perusahaan.

Penelitian juga dilakukan oleh Bryan (2007) menganalisis tujuh pengungkapan yang terkandung dalam MD&A untuk menilai konten informasi perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa pengungkapan MD&A, terutama diskusi di masa mendatang dan belanja modal yang direncanakan berkaitan dengan

ukuran kinerja masa depan dan keputusan investasi. Sehingga penelitian ini menggambarkan bahwa dalam menghubungkan dengan laporan keuangan dan pengungkapan MD&A dapat membantu dalam menilai masa depan (jangka pendek) prospek perusahaan.

Hotchkiss dan Strickland (2008) meneliti apakah komposisi kepemilikan institusional saham terkait dengan parameter reaksi pasar terhadap pengumuman laba negatif. Ketika perusahaan melaporkan pendapatan di bawah ekspektasi analis, respon harga saham yang lebih negatif untuk perusahaan dengan tingkat yang lebih tinggi kepemilikan dengan momentum atau pertumbuhan investor yang agresif. Struktur kepemilikan juga terkait dengan volume perdagangan dan volatilitas harga saham pada hari-hari di sekitar pengumuman laba.

Penelitian Davis dan Sweet (2011) menggunakan analisis tekstual-perangkat lunak untuk mengukur bahasa yang digunakan dalam pengumuman laba dan pengungkapan MD&A. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer mengungkapkan bahasa pesimis di MD&A yang memberikan informasi tambahan untuk itu dalam pendapatan yang sesuai. Secara keseluruhan, hasil konsisten dengan menggunakan komunikasi alternatif manajer tersebut sebagai bagian dari strategi untuk mempengaruhi respon pasar terhadap informasi yang diungkapkan.

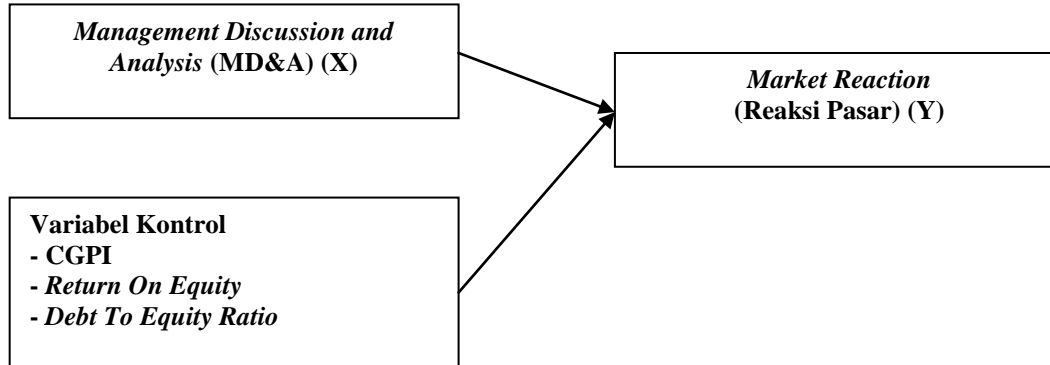
Mayew et al. (2012) membahas peran pengungkapan tekstual di MD&A untuk memprediksi kemampuan perusahaan untuk melanjutkan kelangsungan usahanya. Hasil menunjukkan bahwa informasi dalam pengungkapan MD&A lebih berguna dalam memprediksi kebangkrutan relatif terhadap rasio keuangan tiga tahun sebelum pailit dan pengungkapan MD&A lebih tepat waktu dibandingkan rasio keuangan.

Persepsi investor dalam melakukan valuasi terhadap prospek saham didasarkan atas informasi yang salah satunya mengenai kinerja fundamental emiten. Informasi prospek dan kinerja manajemen disajikan dalam MD&A. Dengan demikian semakin lengkap dan jelas pengungkapan MD&A pada *annual report*, maka respon pasar akan meningkat sehingga akan mempengaruhi peningkatan TVA. Untuk itu peneliti mengemukakan hipotesis kedua sebagai berikut:

Ha₂: Pengungkapan *Management Discussion and Analysis* pada *annual report* berpengaruh positif terhadap *trading volume activity*.

Berdasarkan uraian-uraian yang telah dikemukakan pada pembahasan sebelumnya, sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis, dapat digambarkan rerangka penelitian yang tersaji di bawah ini:

Gambar 1. Skema Penelitian



3. Metode Penelitian

3.1. Populasi dan Sampel

Penelitian ini merupakan penelitian yang menggunakan data sekunder sebagai sumber pengumpulan data dengan populasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Data akhir penelitian dilakukan terhadap 290 perusahaan, namun dari tiga tahun pengamatan tersebut terdapat 43 perusahaan yang tidak bisa digunakan. Sehingga sampel akhir dari penelitian ini adalah berjumlah 827 sampel perusahaan selama periode pengamatan. Data akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yang diperoleh dari *Annual Report* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), data *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) hasil survei *The Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) periode 2012-2014, daftar *Historical Prices Yahoo Finance* periode 2012-2014, dan Majalah SWA periode 2012-2014.

3.2. Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.3. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah pengungkapan *Management Discussion and Analysis* (MD&A). Menurut lembaga penyelenggara *Annual Report Award* (ARA), terdapat 17 elemen yang harus ada dalam MD&A ditunjukkan pada tabel 1:

Tabel 1. 17 Elemen yang Harus Ada dalam *Management Discussion and Analysis*

No.	Elemen yang Harus Ada dalam <i>Management Discussion and Analysis</i>
1	Tujuan operasi per segmen usaha.
2	Uraian atas kinerja keuangan perusahaan
3	Bahasan dan analisis tentang kemampuan membayar utang dan tingkat kolektibilitas piutang perusahaan
4	Bahasan tentang struktur modal (capital structure) dan kebijakan manajemen atas struktur modal
5	Bahasan mengenai ikatan yang material untuk investasi barang modal
6	Bahasan mengenai investasi barang modal yang direalisasikan pada tahun buku terakhir
7	Informasi perbandingan antara target dengan hasil yang dicapai (realisasi) pada tahun buku, dan target atau proyeksi yang ingin dicapai untuk satu tahun mendatang
8	Informasi dan fakta material yang terjadi setelah tanggal laporan akuntan
9	Uraian tentang prospek usaha perusahaan
10	Uraian tentang aspek pemasaran
11	Uraian mengenai kebijakan dividen dan jumlah dividen kas per saham dan jumlah dividen per tahun yang diumumkan atau dibayar selama 2 (dua) tahun buku terakhir
12	Program kepemilikan saham oleh karyawan dan/atau manajemen yang dilaksanakan perusahaan (ESOP/MSOP)
13	Realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum (dalam hal perusahaan masih diwajibkan menyampaikan laporan realisasi penggunaan dana)
14	Informasi material mengenai investasi, ekspansi, divestasi, penggabungan/peleburan usaha, akuisisi atau restrukturisasi utang/modal
15	Informasi transaksi material yang mengandung benturan kepentingan dan/atau transaksi dengan pihak afiliasi
16	Uraian mengenai perubahan peraturan perundang-undangan yang berpengaruh signifikan terhadap perusahaan
17	Uraian mengenai perubahan kebijakan akuntansi yang diterapkan perusahaan pada tahun buku terakhir

Sumber: <http://www.ojk.go.id/kriteria-annual-report-award-2013>

Penelitian ini akan menggunakan indeks pengungkapan *Management Discussion and Analysis* (MD&A) menurut kriteria lembaga penyelenggara *Annual Report Award* (ARA) sejumlah 17 item dengan subbab sejumlah 50 item pengungkapan (Lampiran 1). Jika terdapat informasi MD&A menurut kriteria *Annual Report Award* maka diberi angka (1) dan jika tidak terdapat informasi MD&A menurut kriteria *Annual Report Award* maka diberi angka (0). Indeks dihitung dengan membagikan total pengungkapan terhadap jumlah subbab kriteria *annual report award* yaitu sejumlah 50 item.

3.4. Variabel Dependen

Variabel dependen pada penelitian ini adalah respon pasar. Dalam penelitian ini respon pasar menggunakan proksi *return* saham dan *trading volume activity*.

3.4.1. Return Saham

Return saham merupakan imbalan yang diperoleh dari investasi yang diukur menggunakan formula berikut:

$$\begin{aligned}
\text{Return Total} &= \text{Capital gain (loss) + yield} \dots\dots\dots(\text{Hartono, 2010}) \\
&= \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}
\end{aligned}$$

Keterangan:

P_t = Harga saham pada periode t

P_{t-1} = Harga saham pada periode t-1

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

3.4.2. *Trading Volume Activity*

Volume perdagangan saham merupakan banyaknya lembar saham yang diperdagangkan dalam satu hari perdagangan.

3.5. Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *Corporate Governance Perceived Index* (CGPI), *Return On Equity* (ROE), dan *Debt to equity Ratio* (DER).

3.5.1. *Corporate Governance Perceived Index*

Corporate Governance Perceived Index (CGPI) merupakan riset yang dilakukan setiap tahun dan bekerja sama dengan Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG). CGPI berupa skor dan pembobotan nilai berdasarkan acuan yang telah dibuat. Penilaian yang dilakukan dengan menggunakan kuesioner yang meliputi komitmen terhadap Tata Kelola Perusahaan, Hak Pemegang Saham, dan Fungsi Kepemilikan Kunci, Perlakuan yang Setara terhadap Seluruh Pemegang Saham, Peran *Stakeholder* dalam Tata Kelola Perusahaan, Pengungkapan dan Transparansi, dan Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Indeks yang digunakan untuk memberikan skor berupa angka mulai dari 0 sampai 100, jika perusahaan memiliki skor mendekati atau mencapai nilai 100 maka perusahaan tersebut semakin baik dalam menerapkan *corporate governance*. IICG melalui program CGPI membantu perusahaan meninjau ulang pelaksanaan CG yang telah dilakukannya dan membandingkan pelaksanaannya terhadap perusahaan-perusahaan lain pada sektor yang sama. Tahapan dan bobot penilaian riset dan pemeringkatan CGPI dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2. Tahapan dan Bobot Penilaian Riset dan Pemeringkatan CGPI

No.	Tahapan	Bobot (%)
1	<i>Self Assessment</i>	15
2	Kelengkapan Dokumen	20
3	Makalah yang merefleksikan program dan hasil penerapan GCG sebagai system di perusahaan bersangkutan	14
4	Observasi	51

Sumber: Laporan CGPI, 2011

Pemeringkatan CGPI didesain menjadi tiga kategori berdasarkan tingkat/level terpercaya yang dapat dijelaskan menurut skor penerapan GCG yang disajikan pada tabel 3.

Tabel 3. Kategori Pemeringkatan CGPI

Skor	Level Terpercaya
55-69	Cukup Terpercaya
70-84	Terpercaya
85-100	Sangat Terpercaya

Sumber: Laporan CGPI, 2011

3.5.2. *Return On Equity (ROE)*

Return on equity (ROE) merupakan ukuran kemampuan perusahaan (emiten) dalam menghasilkan keuntungan dengan menggunakan modal sendiri, sehingga ROE ini sering disebut sebagai rentabilitas modal sendiri. Rasio ini diperoleh dengan membagi laba setelah pajak dengan rata-rata modal sendiri. Semakin tinggi ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik dan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan. Jika harga saham semakin meningkat maka *return* saham juga akan meningkat. Indikator variabel ini diukur dengan formula berikut:

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total ekuitas}}$$

3.5.3. *Debt To Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Semakin tinggi DER, maka komposisi hutang juga semakin tinggi, sehingga akan berakibat pada semakin rendahnya kemampuan untuk membayar dividen. *Debt to Equity Ratio (DER)* dihitung dengan rumus berikut berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal}}$$

3.6. Metode dan Alat Analisis

Penelitian ini menggunakan pengembangan model Beaver (1968) yang bertujuan untuk menguji ukuran (*extent*) yang dalam hal ini investor saham biasa mempersepsi laba untuk mengambil nilai informasional dan mengarahkan perhatian pada reaksi investor pada pengumuman laba, seperti yang direfleksikan dalam pergerakan volume dan harga saham biasa dalam minggu-minggu di sekitar tanggal pengumuman.

Model regresi dalam penelitian ini meregresikan semua perusahaan sampel untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh indeks pengungkapan MD&A terhadap return saham (Y_1) dan volume perdagangan (Y_2) menggunakan uji t dan uji koefisien determinasi (R^2). Dengan kerangka konseptual di atas maka alat analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \dots\dots\dots (1)$$

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \dots\dots\dots (2) \text{ (Riduwan, 2007).}$$

Keterangan: $Y_1 = \text{Return Saham}$, $Y_2 = \text{Trading Volume Activity (TVA)}$, $X_1 = \text{MD\&A}$, $X_2 = \text{CGPI}$, $X_3 = \text{ROE}$, $X_4 = \text{DER}$, $\alpha = \text{Konstanta}$, $\beta = \text{Koefisien Regresi}$, dan $e = \text{Error}$

Selain itu, peneliti juga melakukan serangkaian pengujian tambahan yaitu (1) pengujian *paired sample t-test* digunakan untuk menguji apakah secara statistik terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah *window periode* selama pengamatan 5 hari melalui harga saham dan *trading volume activity (TVA)* dan (2) menganalisis kandungan informasi dalam MD&A menggunakan indeks pengungkapan MD&A menurut kriteria lembaga penyelenggara *Annual Report Award (ARA)* sebagai acuan dalam melihat respon pasar terhadap adanya informasi yang mengandung nilai positif (*good news*) maupun nilai negatif (*bad news*) berupa: (a) setiap pengungkapan MD&A yang sesuai dan atau diatas indeks pengungkapan diasumsikan memiliki kandungan informasi positif atau yang baik (*good news*) dinotasikan (1) dan (b) selain itu informasi negatif (*bad news*) dinotasikan (0).

3.6.1. Kriteria Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan tingkat keyakinan 95% dan tingkat kesalahan 5%. Dasar pengambilan keputusan berdasarkan profitabilitas jika $p\text{-value} > 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak dan jika $p\text{-value} < 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

4. Hasil Penelitian

4.1. Hasil Pengujian Hipotesis

Peneliti melakukan rangkaian uji asumsi klasik sebelum melakukan uji hipotesis. Berdasarkan uji statistik normalitas menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Z* (K-S) dengan variabel dependen *return* saham dan TVA, diperoleh nilai signifikansi *Kolmogorov-Smirnov Z* untuk *return* saham sebesar 0,000, atau lebih kecil dari 0,05 dan nilai TVA sebesar 0,200 atau lebih besar dari 0,05. Dari hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa variabel *return* tidak terdistribusi secara normal, sedangkan variabel TVA terdistribusi secara normal. Hasil uji normalitas menggunakan *One-Sample Kolmogorov Smirnov* disajikan pada Tabel 4:

Tabel 4. Hasil Pengujian Normalitas

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
RET URN	.163	827	.000	.668	827	.000
TVA	.026	827	.200*	.974	827	.000

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

(Sumber: Data diolah, 2015)

Pengujian asumsi klasik yang lain terhadap dua variabel pengujian, *return* dan TVA, keduanya menunjukkan hasil tidak terdapat autokorelasi, heteroskedastisitas, dan multikoleniaritas.

Oleh karena hasil uji normalitas *return* saham menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi normal maka dilakukan pengujian *non-parametric* korelasi parsial untuk menguji hipotesis pertama untuk melihat apakah terdapat hubungan yang positif antara variabel MD&A terhadap variabel *return* saham.

Sedangkan hipotesis kedua penelitian ini menggunakan regresi berganda untuk menguji pengaruh positif antara variabel MD&A terhadap variabel TVA.

4.2. Pengujian Hubungan MD&A dan Return Saham

Hasil pengujian hipotesis pertama (Ha1) disajikan pada Tabel 5 berikut:

Tabel 5. Hasil Pengujian Korelasi Parsial Return Saham

	Return	MD A	CG PI	RO E	DE R
Pearson Correlation	Ret urn	.08 8	- .040	- .006	- .031
	M DA	1.0 00	.15 1	.07 0	.00 3
	CG PI	.15 1	1.0 00	.06 0	.05 3
	RO E	.07 0	.06 0	1.0 00	.29 1
	DE R	.00 3	.05 3	.29 1	1.0 00
Sig. (1- tailed)	Ret urn	.00 6	.12 3	.43 1	.18 9
	M DA	.006 0	.00 0	.02 2	.46 7
	CG PI	.123 0	.00 0	.04 3	.06 2
	RO E	.431 2	.02 3	.04 0	.00 0

	DER	.189	.467	.062	.000	.
N	Return	827	827	827	827	827
	MDA	827	827	827	827	827
	CGPI	827	827	827	827	827
	ROE	827	827	827	827	827
	DER	827	827	827	827	827

(Sumber: Data diolah, 2015)

Berdasarkan hasil uji korelasi parsial diperoleh nilai signifikansi korelasi sebesar 0,006 atau lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa MD&A memiliki hubungan positif signifikan dengan *return* saham. Selanjutnya hasil uji korelasi parsial juga menunjukkan bahwa variabel kontrol berupa CGPI, ROE, dan DER memperoleh nilai signifikansi yang lebih tinggi dari 0,05 yaitu sebesar 0,123; 0,431; dan 0,189 yang berarti variabel *return* saham mempunyai hubungan yang tidak signifikan dengan variabel kontrol.

4.3. Pengujian Pengaruh MD&A terhadap *Trading Volume Activity*

Berdasarkan hasil pengujian *goodness of fit* variabel TVA diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 6. Hasil Uji *Goodness of Fit*

Model	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
-------	----------	-------------------	----------------------------

1	.1	.037	.033	3.39293
	94 ^a			

a. Predictors: (Constant), DER, MDA, CGPI, ROE

b. Dependent Variable: TVA

(Sumber: Data diolah, 2015)

Berdasarkan tabel 6 di atas, menunjukkan bahwa besarnya *adjusted R²* adalah 0,033, hal ini berarti bahwa 3% variasi TVA mampu dijelaskan oleh variabel MD&A dan sisanya 97% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini. Nilai *Standar Error Of The Estimates* (SEE) sebesar 3,39293.

Selanjutnya hasil uji regresi linear berganda untuk hipotesis kedua (Ha₂) disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	12.620	.586		21.52	.000
MDA	3.474	.710	.170	4.891	.000
CGPI	1.054	.545	.067	1.935	.053
ROE	.000	.005	-.006	-.162	.871
DER	.001	.001	.022	.608	.544

(Sumber: Data diolah, 2015)

Dari hasil uji regresi linier berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel MD&A berpengaruh positif dan signifikan terhadap TVA. Hal ini berarti bahwa hipotesis kedua penelitian ini terdukung (Ha₂ diterima).

4.4. Hasil Pengujian Tambahan

Pengujian *paired sample t-test* digunakan untuk menguji apakah secara statistik terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah *window periode* selama pengamatan 5 hari melalui harga saham dan *trading volume activity* (TVA) yang disajikan dalam tabel 8 sebagai berikut:

Tabel 8

Hasil Perhitungan TVA Menggunakan Uji Statistik

Paired Sample t-test

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	TVA_Before	1.0638E4	827	1.30584E5	4540.86269
	TVA_After	1.0917E4	827	1.35665E5	4717.52307

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1: TVA_Before & TVA_After	827	.998	.000

(Sumber: Data diolah, 2015)

Berdasarkan hasil uji statistik *paired sample t-test* dapat diketahui bahwa nilai rata-rata (*mean*) TVA *window periode* 5 hari sebelum pengumuman *annual report* sebesar 1,0638E4 lebih kecil dari TVA *window periode* 5 hari sesudah pengumuman *annual report* sebesar 1,0917E4. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat kenaikan rata-rata TVA *window periode* 5 hari sesudah pengumuman *annual report*. Hal ini menunjukkan bahwa *p-value* lebih kecil dari alpha sehingga terdapat perbedaan TVA sebelum dan sesudah *window periode* selama pengamatan 5 hari pengumuman *annual report*.

4.5. Analisis Kandungan Informasi dalam MD&A

Selanjutnya peneliti juga melakukan content analysis untuk menganalisis kandungan informasi MD&A. Hasil uji tersebut menunjukkan bahwa jumlah informasi positif (*good news*) dalam indeks MD&A menunjukkan rata-rata jumlah informasi *good news* yang disajikan dalam *annual report* periode 2011-2013 dari 290 perusahaan adalah sebesar 0,31 – 0,33 artinya terdapat 31% – 33% item

dari jumlah informasi yang diungkapkan dalam MD&A setiap perusahaan mengandung informasi *good news* dan sisanya mengandung informasi negatif (*bad news*).

5. Penutup

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan pengujian tambahan yang dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

a. Pengungkapan *Management Discussion and Analysis* (MD&A) pada *annual report* memiliki hubungan positif terhadap variabel *return* saham. Pengungkapan MD&A memiliki hubungan positif terhadap *return* saham, yaitu semakin transparan pengungkapan MD&A pada *annual report*, maka reaksi pasar yang dalam hal ini diprosikan dengan *return* saham juga akan semakin tinggi. Hasil penelitian ini dapat membuktikan lebih jelas dan detail bahwa semakin banyak jumlah pengungkapan informasi dalam MD&A pada *annual report*, maka *return* saham juga akan semakin tinggi, dan para investor akan bereaksi positif terhadap pengungkapan MD&A.

b. Pengungkapan *Management Discussion and Analysis* (MD&A) pada *annual report* berpengaruh positif terhadap *trading volume activity* (TVA). Pengungkapan MD&A berpengaruh positif terhadap TVA, yaitu semakin banyak jumlah pengungkapan informasi dalam MD&A pada *annual report*, maka reaksi pasar yang dalam hal ini diprosikan dengan TVA juga akan semakin tinggi. Hasil penelitian ini dapat membuktikan lebih jelas dan detail bahwa semakin transparan pengungkapan MD&A pada *annual report*, maka TVA juga akan semakin tinggi, dan para investor akan bereaksi positif terhadap pengungkapan MD&A.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini meneliti banyaknya jumlah informasi yang diungkapkan dalam MD&A pada *annual report* yang mempengaruhi reaksi pasar dengan melakukan indeks pengungkapan sesuai dengan kriteria MD&A dalam *Annual Report Award* dan mengenai reaksi pasar yang ditunjukkan oleh perubahan harga saham atas informasi positif (*good news*) dan informasi negatif (*bad news*). Penelitian ini belum melakukan pemisahan indeks MD&A yang direaksi positif (*good news*) dan direaksi negatif (*bad news*) oleh pasar.

5.3. Implikasi dan Saran

Berdasarkan keterbatasan yang dihadapi peneliti, maka penelitian ini memiliki potensi untuk dikembangkan lebih baik lagi dengan memisahkan indeks MD&A ke dalam indeks *good news* dan *bad news*, sehingga reaksi pasar lebih lebih real dan periode penelitian dibuat lebih panjang agar dampak yang ditimbulkan dari pengungkapan MD&A akan lebih terlihat.

Referensi

- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Jogjakarta : Ekonisia.
- Baginski, Stephen P., John M. Hassell dan William A. Hillison. 2000. Voluntary Causal Disclosures: Tendencies and Capital Market Reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (2000): 371±389.
- Ball, R ay* dan Philip Brown. 1968. An Empirical Evaluation of ccouting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Autumn 1968
- Bandi, dan Jogiyanto Hartono. 2000. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Deviden. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3 No. 2 pp. 203-213.
- Barton, Jan dan Molly Mercer. 2004. To Blame or Not to Blame: Analysts' Reactions to External Explanations For Poor Financial Performance.
- Beaver, William B.*1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Empirical Research in Accounting*, Supplement to *Journal of Accounting Research* 6, hlm. 67-92.
- Brown, Stephen V. 2011. Large-Sample Evidence on Firms' Year-over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research* Vol. 49 No. 2 May 2011 pages 309–346.
- Bryan, Stephan H. 2007. Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis. *The Accounting Review* Vol 72 No 2 April 2007 Pp 285-301.
- Bushee, Brian J., Michael J. Jung dan Gregory S. Miller. 2008. Capital Market Consequences of Conference Presentations.
- Clarkson, Peter M., Jennifer L. Kao. dan Gordon D. Richardson. 1999. Evidence That Management Discussion andAnalysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package. *Contemporary Accounting Research* Vol. 16 No. 1 (Spring 1999) pp.111-34.

Davis, Angela K., Jeremy M. Piger dan Lisa M. Sedor. 2006. Beyond the Numbers: An Analysis of Optimistic and Pessimistic Language in Earnings Press Releases. *Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series 2006-005A*.

Davis, Angela K. dan Isha Tama-Sweet. 2011. Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases Versus MD&A.

Eikner, A. Elaine, Hassan Hefzi dan G. William Glezen. 2000. Prospective Information in Managements' Discussion and Analysis: A Test of Incremental Information Content. *FALL 2000*.

Foster, George. 1986. *Finance Statement Analysis, 2nd edition*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP

Grüning, Michael. 2011. Capital Market Implications of Corporate Disclosure: German Evidence. *Journal of VHB Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft* Vol. 4 ISSUE 1 March 2011 48-72.

Gunawan, Tri. 2012. Pengaruh Rasio Camel, Inflasi Dan Nilai Tukar Uang Terhadap Return Saham (Studi Empiris: Bank Yang Terdaftar Di BEI). *Skripsi*. Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang.

Hanafi, Mamduh M. dan Abdul Halim. 2007. *Analisa Laporan Keuangan*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Hartono, Jogyanto. 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Pertama. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

Hartono, Jogyanto. 2010. *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.

Hotchkiss, Edith dan Deon Strickland. 2008. Does Shareholder Compositence
From The Market Reaction To Corporate Earnings Announcements. *The Journal* Vol. 8
No. 4.

Indrawan, DC. 2011. Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Kinerja Perusahaan. *Skripsi*. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.

Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.

KNKG. 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.

Lako A. 2011. *Dekonstruksi CSR dan Reformasi Paradigma Bisnis dan Akuntansi*. Jakarta. Erlangga.

Maragdoglu, Gulnur. 2008. "An Empirical Tes on Leverage and Stock Return".

Cash Business School. *London International Jurnal*.

Mayew, William J., Mani Sethuraman dan Mohan Venkatachalam. 2012. MD&A Disclosure and the Firm's Ability to Continue as a Going Concern. *The Accounting Review In-Press November 26*.

Nazir, Moch. (2003). *Metode Penelitian*. Salemba Empat. Jakarta.

Nidianti. Putu Imba. 2013. Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan Terhadap Return Saham *Food and Beverages* di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 130-146.

Norpratiwi, Agustina M.V. Analisis Korelasi *Investment Opportunity Set* Terhadap Return Saham Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Manajemen (JAM) STIE YKPN Yogyakarta*, Volume XVIII, No. 1, April 2007, Hal. 9-22.

Riduwan.2007. *Metode Penelitian Untuk Tesis*. Bandung: Alfabeta.

Ross, S.A., 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Journal of Economics, Spring*, 8, pp 23-40.

Schroeder, Nicholas dan Charles Gibson. 1990. Readability of Management's Discussion and Analysis. *Accounting Horizons-December*.

Stella. 2009. Pengaruh *Price To Learning Ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Asset* dan *Price To Book Value* Terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 2 Agustus 2009, Hal. 97-106.

Sutedi, Adrian. 2011. *Good Corporate Governance*. Jakarta: Sinar Grafika.

Tim Penyusun. 2009. *Format Penulisan Karya Ilmiah Universitas Lampung*. Universitas Lampung. Bandar Lampung.

Tinneke, Raden. 2007. Analisis Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) Dan Faktor-Faktor Fundamental Perusahaan Lainnya Terhadap *Return Saham* (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta). *Tesis*. Universitas Diponegoro.

Winarno, Wing Wahyu. 2007. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews*. Cetakan Pertama, YKPN; Yogyakarta.

Yamin, Sofyan. dan Kurniawan, Heri. 2009. *SPSS Complete: Teknik Analisis Statistik Terlengkap dengan Software SPSS*. Jakarta: Penerbit Salemba Infotek.

-----, 2001. *Forum for Corporate Governance in Indonesia*.

-----, 2011. *Laporan CGPI 2011*.

-----, 2013. *Penyelenggara Annual Report Award (ARA)*.