

RELEVANSI NILAI DARI NILAI BUKU EKUITAS

Deni Darmawati
Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti

Abstract

The book value of equity can be used as a control variable to show relationship between share price and earning. Book value of equity becomes a variable that has a relevant value in economic perspective. There was not much a research to test the relevant value of book value of equity in Indonesia. The content of information of book value can be used to analyze shares price data besides earning.

Keywords: *Book value, Equity, Share price, Earning.*

PENDAHULUAN

Sudah banyak penelitian dalam bidang akuntansi yang membuktikan bahwa angka-angka akuntansi, khususnya laba (*earnings*) mempunyai kandungan informasi. Laba akuntansi telah banyak dibuktikan mempunyai hubungan dengan nilai pasar perusahaan, dimulai oleh penelitian Ball dan Brown (1968) kemudian diikuti oleh peneliti-peneliti lainnya di berbagai pasar modal di dunia. Penelitian-penelitian tersebut pada umumnya didasarkan pada model penilaian dividen (*discounted dividend valuation model*) yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961) yang secara implisit mengasumsikan bahwa laba saat ini merupakan karakterisasi yang memadai dari laba dan dividen yang diharapkan di masa datang.

Dalam meneliti hubungan laba akuntansi dan nilai pasar perusahaan, para peneliti menggunakan model *return(changes)* atau model harga (*level*) atau keduanya. Model *return* diuji dengan melakukan regresi *returns* pada variabel laba, sedangkan model harga diuji dengan melakukan regresi harga saham pada laba per lembar saham. Menurut Kothari dan Zimmerman (1995), kedua model tersebut, masing-masing mempunyai kelebihan dan kelemahan, sehingga penggunaannya disesuaikan dengan konteks penelitian yang dilakukan.

Walaupun banyak penelitian yang membuktikan adanya kandungan informasi dari laba akuntansi, di sisi lain banyak penelitian yang menunjukkan bahwa laba hanya menunjukkan sebagian kecil dari variasi *returns*. Dengan kata lain, laba hanya mempunyai kemampuan penjelas yang rendah (lihat misalnya, Bernard, 1989 dan Lev, 1989). Hayn (1995) melakukan penelitian tentang kandungan informasi dari rugi sebagai lawan dari laba. Penelitian tersebut dimotivasi oleh rendahnya kemampuan penjelas model-model hubungan *returns* dan laba yang bisa disebabkan oleh dimasukkannya perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian dalam sampel penelitian. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hayn menunjukkan bahwa respon *returns* terhadap rugi lebih rendah dibandingkan terhadap laba dan dengan memasukkan perusahaan yang mengalami kerugian dalam sample menyebabkan koefisien slope dari laba (*earnings response coefficient/ERC*) rendah. Hayn menyimpulkan bahwa rendahnya ERC untuk kasus perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian disebabkan adanya opsi implisit yang dimiliki pemegang saham untuk melikuidasi perusahaan. Dengan demikian,

Hayn menunjukkan bahwa asumsi yang mendasari penelitian-penelitian tentang hubungan antara harga saham dan laba, yaitu bahwa hubungan harga saham dan laba adalah positif dan homogen, adalah tidak benar.

Beberapa penelitian lain justru memperlihatkan adanya hubungan negatif antara harga saham dan laba, untuk kasus perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian (Burgstahler dan Dichev, 1997; Collins dkk, 1999; dan Kothari dan Zimmerman, 1995). Collins dkk. (1999) menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara harga saham dan laba pada kasus perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian dikarenakan adanya variabel yang terabaikan (*omitted variable*). Collins dkk. menyatakan bahwa variabel yang diabaikan adalah variabel nilai buku ekuitas/modal.

Beberapa penelitian lain juga menunjukkan manfaat dari nilai buku ekuitas. Barth dan Kallapur (1996) menunjukkan perlunya mengontrol perbedaan skala dalam spesifikasi hubungan harga saham dan laba dalam penelitian runtun ruang (*cross-sectional*), peneliti menggunakan nilai buku ekuitas sebagai salah satu variabel kontrol. Selain peran dari sisi ekonometrik, nilai buku ekuitas juga menjadi variabel yang memiliki relevansi nilai (memiliki arti ekonomis). Ohlson (1995) dan Penman (1992) menyatakan bahwa nilai buku ekuitas sebagai proksi dari laba normal di masa datang yang diharapkan. Sedangkan Burgstahler dan Dichev (1997) dan Berger dkk. (1996) menyatakan bahwa nilai buku ekuitas sebagai proksi dari nilai adaptasi (*adaptation value*) atau nilai pembebasan (*abandonment value*)/nilai likuidasi. Dengan mengabaikan nilai buku ekuitas dalam model hubungan harga dengan laba akan menyebabkan bias negatif pada ERC jika nilai buku ekuitas berhubungan secara positif dengan harga dan berhubungan secara negatif dengan laba pada kasus perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian. Dengan demikian, bisa disimpulkan bahwa pengujian relevansi nilai dari informasi akuntansi dengan hanya menitik beratkan pada nilai laba untuk sample yang heterogen menjadi kurang tepat.

Bukti empiris tentang relevansi nilai dari nilai buku ekuitas di Indonesia masih sangat sedikit. Makalah ini bertujuan untuk memberikan gambaran teoritis tentang relevansi nilai dari nilai buku ekuitas yang ada dalam laporan keuangan (*neraca/balance sheet*). Tulisan ini relevan dengan kondisi krisis ekonomi yang dialami oleh negara Indonesia. Bagi pendidikan akuntansi, tulisan ini akan memberikan kontribusi dalam hal memberikan landasan teori tentang kegunaan informasi akuntansi, yaitu adanya kandungan informasi dari nilai buku ekuitas,

yang selanjutnya bisa dijadikan dasar penelitian selanjutnya. Pada kondisi krisis ekonomi saat ini banyak perusahaan yang mengalami kerugian, sehingga data penelitian akan tidak homogen untuk kondisi sekarang. Dengan banyaknya perusahaan yang mengalami kerugian, maka informasi akuntansi selain laba, dalam hal ini nilai buku ekuitas, diharapkan memiliki relevansi nilai yang lebih tinggi dibandingkan laba. Bagi para praktisi, tulisan ini bisa dijadikan masukan dalam melakukan analisis saham. Untuk perusahaan-perusahaan yang *return on equity* (ROE)-nya rendah, maka akan lebih tepat untuk lebih memfokuskan pada analisis *price-to-book ratio*. Di sisi lain, untuk perusahaan yang ROE-nya tinggi, maka analisis lebih tepat difokuskan pada *price-to-earning ratio*. Bagi penyusun standar, tulisan ini diharapkan bisa memberikan manfaat dalam meningkatkan kualitas standar akuntansi untuk nilai buku ekuitas.

PENURUNAN KANDUNGAN INFORMASI LABA DAN PENINGKATAN KANDUNGAN INFORMASI NILAI BUKU EKUITAS

Berkurangnya relevansi nilai dari informasi akuntansi telah banyak dibuktikan oleh banyak peneliti. Francis dan Schipper (1999) melakukan investigasi terhadap klaim bahwa informasi akuntansi keuangan telah berkurang relevansi nilainya. Mereka mengoperasionalkan relevansi nilai dengan menggunakan dua cara. Ukuran relevansi pertama adalah total *returns* yang diperoleh dari penggunaan informasi laporan keuangan. Sedangkan ukuran kedua didasarkan pada kemampuan penjelas (*explanatory power*) informasi akuntansi untuk mengukur nilai pasar, yaitu kemampuan *earnings* dan nilai buku ekuitas dalam menjelaskan nilai pasar ekuitas. Kedua model diuji dengan menggunakan data dari tahun 1952 sampai dengan tahun 1994. Hasil penelitian menunjukkan bahwa relevansi informasi *earnings* menurun, dan relevansi informasi neraca dan nilai buku ekuitas meningkat.

Kegunaan (*usefulness*) informasi keuangan bagi investor juga diteliti oleh Lev dan Zarowin (1999). Mereka menggunakan hubungan statistik antara data akuntansi dengan nilai pasar saham yang merupakan konsekuensi dari tindakan investor. Selain itu, mereka juga melakukan survey dengan menggunakan kuesioner yang diharapkan bisa mencerminkan opini dan

keyakinan (*belief*) investor. Ada tiga macam hubungan statistik yang digunakan oleh mereka, yaitu (1) hubungan antara *returns* dengan *earnings*, (2) hubungan arus kas dengan *returns*, dan (3) hubungan harga saham dengan *earnings* dan nilai buku ekuitas. Dengan menggunakan data dari tahun 1977 sampai dengan tahun 1996, hasil penelitian menunjukkan bahwa ketiga macam hubungan di atas mengalami penurunan. Satu hal yang menarik dari penelitian ini adalah digunakannya nilai buku ekuitas dan nilai pasar saham sebagai indikasi perubahan bisnis. Hasil analisis menunjukkan bahwa semakin meningkatnya tingkat perubahan bisnis maka kandungan informasi *earnings* mengalami penurunan. Semakin menurunnya kegunaan *earnings* juga diakibatkan oleh semakin banyaknya perusahaan yang mengalami kerugian dalam sample penelitian.

Hayn (1995) menunjukkan bahwa rugi (*loss*) yang merupakan lawan dari laba (*earnings*) menyebabkan menurunnya *earnings response coefficient* (ERC). Menurut Hayn, rendahnya ERC disebabkan adanya opsi implisit yang dimiliki pemegang saham untuk melikuidasi perusahaan. Collins dkk. (1997) menyatakan bahwa pergantian (*shift*) relevansi nilai *earnings* ke relevansi nilai dari nilai buku ekuitas disebabkan oleh adanya item-item *non-recurring* dan peningkatan frekuensi kerugian.

PENGUJIAN RELEVANSI NILAI *EARNINGS* DAN NILAI BUKU EKUITAS SECARA *CROSS-SECTIONAL*

Pengujian relevansi nilai *earnings* dan nilai buku ekuitas secara *cross-sectional* juga telah banyak dilakukan. Wild (1992) menguji tentang kandungan informasi *earnings* dan nilai buku ekuitas serta komponennya. Mereka berargumen bahwa *earnings* dan nilai buku merupakan ukuran ringkasan (*summary measures*) dari laporan laba rugi dan neraca. Sampel penelitian terdiri dari observasi sebanyak 500 tahun-perusahaan yang dipilih secara random. Pengujian dilakukan dengan menghubungkan *return* saham dengan informasi dalam angka-angka akuntansi. Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa *earnings*, nilai buku ekuitas, beserta masing-masing komponennya memiliki kandungan informasi.

Brief dkk. (2000) melakukan pengujian relevansi nilai dari dividen, nilai buku ekuitas, dan *earnings*. Penelitian mereka bertujuan untuk membandingkan relevansi nilai dari nilai buku ekuitas dengan relevansi nilai dari nilai buku

ekuitas dan *earnings*. Pengujian dilakukan dengan melakukan regresi harga saham terhadap masing-masing ukuran nilai (*dividen*, nilai buku ekuitas, dan *earnings*). Kemampuan penjelas nilai buku ekuitas dan *dividen* identik dengan kemampuan penjelas nilai buku ekuitas dan *earnings*. Untuk perusahaan-perusahaan yang mengalami *earnings* transitori, *dividen* memiliki kemampuan penjelas lebih besar dari pada *earnings*. Dengan demikian, nilai buku ekuitas berperan pada saat *earnings* transitori. Untuk perusahaan-perusahaan yang membayar *dividen* secara keseluruhan, nilai buku ekuitas mempunyai kemampuan penjelas yang lebih besar dibandingkan *dividen* maupun *earnings*. Untuk perusahaan yang memiliki *earnings* permanen, *earnings* mempunyai kemampuan penjelas yang lebih besar. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa prioritas besarnya kandungan informasi/signal dari *dividen*, nilai buku ekuitas, dan *earnings* tergantung pada karakteristik perusahaan (atau industri) dan kinerja perusahaan pada periode yang bersangkutan.

Kombinasi *earnings* dan nilai buku ekuitas dalam penilaian (nilai pasar) ekuitas bisa dilakukan dengan melakukan pembobotan terhadap *earnings* dan nilai buku ekuitas dalam satu penilaian. Hal tersebut telah dilakukan oleh Penman (1998) yang menunjukkan bahwa bobot dari keduanya secara sistematis berbeda seiring dengan perbedaan *earnings* dan nilai buku ekuitas. Pada saat *earnings* lebih kecil dibandingkan dengan nilai buku ekuitas, maka bobot keduanya berbeda dengan pada saat *earnings* lebih besar dibandingkan nilai buku ekuitas. Bobot keduanya bervariasi secara non-linier dengan perbedaan keduanya. Prediksi harga dengan menggunakan bobot yang telah dihitung akan mengurangi kesalahan prediksi yang dilakukan dengan menggunakan *earnings* maupun nilai buku ekuitas secara terpisah. Penman juga melakukan pembobotan terhadap keduanya dalam kombinasi keduanya untuk memprediksi laba satu tahun dan tiga tahun yang akan datang. Lebih jauh lagi, bobot yang dihasilkan bisa memberikan metrik untuk menghitung *price-to-book ratio* dan *price/earnings ratio*.

Bukti empiris tentang relevansi nilai dari *earnings* dan nilai buku ekuitas dalam penilaian ekuitas di pasar modal yang berkembang diberikan oleh Bao dan Chow (1999). Mereka melakukan penelitian yang menguji relevansi nilai relatif dari dua set informasi akuntansi yang dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Chinese Stock Exchange. Perusahaan-perusahaan tersebut mengeluarkan saham tipe B yang dijual kepada investor asing. Perusahaan-perusahaan tersebut diharuskan menyiapkan dua set laporan

keuangan, yaitu laporan keuangan yang didasarkan pada regulasi akuntansi Cina dan laporan keuangan yang didasarkan pada International Accounting Standards (IASs). Model yang digunakan adalah model hubungan *earnings* dan nilai buku ekuitas dengan harga saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earnings* dan nilai buku ekuitas yang didasarkan pada IASs mempunyai kandungan informasi yang lebih besar dibandingkan yang didasarkan pada GAAPs domestik. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kemampuan penjelas *earnings* dan nilai buku ekuitas terhadap harga saham mengalami kenaikan dari waktu ke waktu.

MENGAPA NILAI BUKU EKUITAS MEMPUNYAI RELEVANSI NILAI ?

Rendahnya (bahkan ada kemungkinan negatif) kemampuan penjelas dari laba mengindikasikan adanya variabel yang terabaikan (*omitted variable*) dalam model penelitian. Hayn (1995) menyatakan bahwa rendahnya ERC disebabkan adanya opsi implisit yang dimiliki oleh pemegang saham untuk melikuidasi perusahaan. Namun demikian, Hayn tidak menyebutkan proksi yang digunakan untuk mengukur nilai likuidasi atau nilai *abandonment*.

Sin dan Samantha (2000) melakukan penelitian di Australia yang difokuskan pada perusahaan sehat yang mengalami kerugian pada tahun tertentu. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah perusahaan yang mengalami kerugian akan tetapi beberapa tahun sebelumnya mengalami laba atau perusahaan yang mengalami kerugian akan tetapi di tahun berikutnya mengalami laba. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa hubungan antara rugi dengan *return* rendah. Mereka berargumen bahwa rendahnya ERC diakibatkan karena pemegang saham berharap bahwa kerugian akan diubah menjadi profitabilitas yang disebabkan karena riwayat 'kesehatan' perusahaan dan harapan akan diambilnya tindakan manajemen dalam mengatasi kondisi kerugian. Namun demikian, mereka juga tidak mengusulkan proksi yang digunakan untuk mengukur harapan pemegang saham akan laba normal dan harapan pemegang saham akan tindakan manajemen dalam mengatasi kondisi kerugian yang disebut dengan nilai adaptasi (*adaptation value*).

Barth dkk. (1998) menguji tentang kandungan informasi dari laba bersih

dan nilai buku ekuitas. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kemampuan penjelas nilai buku ekuitas meningkat seiring dengan menurunnya kondisi kesehatan finansial perusahaan. Di sisi lain, kemampuan penjelas laba menurun seiring dengan menurunnya kondisi kesehatan finansial perusahaan. Hasil penelitian semakin kuat dengan memasukkan variabel kontrol, yaitu jenis industri, ukuran perusahaan, ROE, dan *valitilitas equity returns*.

Nilai Buku Ekuitas sebagai Proksi Harapan Laba Normal

Ohlson (1995) dan dilanjutkan oleh Feltham dan Ohlson (1995) menurunkan model penilaian harga pasar ekuitas yang didasarkan pada asumsi *dividend discount model*, *the clean surplus relation*, dan proses stokastik dari *abnormal earnings*. Model tersebut bisa dinyatakan dalam persamaan di bawah ini:

$$P_t = y_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$$

dengan P_t adalah harga saham pada waktu t , y_t adalah nilai buku ekuitas akhir tahun, x_t^a adalah *abnormal earnings* pada periode ke t , dan v_t adalah informasi selain informasi akuntansi. Relevansi nilai dari nilai buku ekuitas dalam model Ohlson (1995) dan Feltham dan Ohlson (1995) terletak pada perannya sebagai nilai sekarang dari laba normal di masa datang yang diharapkan. Argumen tentang nilai buku ekuitas sebagai proksi laba normal di masa datang yang diharapkan juga didukung oleh Penman (1992) dan Bernard (1995).

Collins dkk. (1999) menurunkan model penilaian harga pasar ekuitas yang didasarkan pada model Ohlson (1995) dan Feltham dan Ohlson (1995). Model tersebut bisa dinyatakan dalam persamaan di bawah ini:

$$(P_t + d_t) = d_0 + d_1 x_t + d_2 y_{t-1} + e_t$$

dengan $P_t + d_t$ adalah harga *cum-dividend*, x_t adalah *earning* periode sekarang, dan y_{t-1} adalah nilai buku ekuitas awal tahun. Dengan demikian, baik *current earnings* maupun nilai buku ekuitas awal tahun masuk dalam model penilaian ekuitas dan keduanya beratribut positif. Collins dkk. menyatakan bahwa model penilaian ekuitas yang mereka turunkan secara khusus relevan untuk penilaian ekuitas perusahaan rugi. Pada saat *earnings* negatif, maka peran nilai buku ekuitas sebagai proksi laba normal di masa depan yang diharapkan akan meningkat. Hal ini dikarenakan *earnings* negatif, tidak seperti *earnings* positif, tidak dapat persisten secara tidak terbatas di masa datang. Collins dkk. menguji model yang mereka turunkan dengan melakukan penelitian empiris. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa pengabaian variabel nilai buku ekuitas dalam model penilaian harga pasar ekuitas menjadikan model tersebut mispesifikasi. Mereka menunjukkan bahwa pengabaian variabel nilai buku ekuitas akan menyebabkan bias negatif pada koefisien *earnings* untuk perusahaan rugi dan bias positif pada koefisien *earnings* pada perusahaan laba. Lebih jauh lagi, mereka juga menunjukkan bahwa hubungan harga dengan *earnings* tidak homogen untuk perusahaan laba dan untuk perusahaan rugi.

Nilai Buku Ekuitas sebagai Proksi Nilai Adaptasi (*Adaptation Value*)

Burgstahler dan Dichev (1997) mengembangkan suatu model nilai pasar perusahaan yang secara eksplisit mengakui bahwa potensi untuk mengadaptasi sumber daya perusahaan pada alternatif penggunaan mencerminkan opsi yang tersedia bagi perusahaan. Nilai *ex ante* dari opsi tersebut harus tercermin dalam nilai pasar perusahaan. Burgstahler dan Dichev menyatakan bahwa perusahaan bisa dipandang sebagai kombinasi dari serangkaian sumber daya dan teknologi bisnis yang digunakan secara bersama-sama untuk menghasilkan laba. Laba merupakan proksi dari *recursion value* (merupakan nilai sekarang dari laba-laba di masa datang dengan asumsi perusahaan melanjutkan usahanya dengan menerapkan teknologi bisnisnya pada sumber daya yang dimilikinya). Sedangkan nilai buku ekuitas merupakan proksi dari nilai adaptasi (nilai sumber daya perusahaan yang independen dari teknologi bisnis perusahaan saat ini dan ada pada saat sumber daya bisa diadaptasikan pada penggunaan alternatif).

Burgstahler dan Dichev menggunakan nilai buku ekuitas sebagai proksi nilai adaptasi dengan alasan bahwa keduanya mempunyai hubungan yang dekat pada rancangannya. Dengan demikian, pada saat akuisisi, nilai buku ekuitas similar atau identik dengan nilai adaptasi.

Lev dan Zarowin (1999) menggunakan nilai buku ekuitas sebagai indikasi perubahan bisnis. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa semakin meningkatnya tingkat perubahan bisnis, maka kandungan informasi *earnings* mengalami penurunan.

Nilai Buku Ekuitas sebagai Proksi Nilai Likuidasi (*Abandonment Value*)

Nilai likuidasi sebenarnya merupakan salah satu jenis nilai adaptasi, yaitu nilai adaptasi eksternal (Burgstahler dan Dichev, 1997). Adaptasi bisa dilakukan secara eksternal maupun internal. Adaptasi eksternal terjadi pada saat sumber daya perusahaan dijual pada pihak lain, sedangkan adaptasi

internal terjadi pada saat perusahaan mempertahankan sumber daya yang dimiliki untuk digunakan pada alternatif penggunaan yang lain.

Berger dkk. (1996) berargumen bahwa relevansi nilai dari nilai buku ekuitas terletak pada perannya sebagai proksi nilai likuidasi. Mereka melakukan investigasi apakah investor menggunakan informasi akuntansi yang ada di neraca untuk menilai opsinya untuk melikuidasi bisnis/perusahaan.

Collins dkk. (1999) membuktikan bahwa nilai buku ekuitas mencerminkan nilai likuidasi. Untuk perusahaan yang mengalami kerugian dan menuju kebangkrutan (mengalami kerugian selama beberapa tahun), nilai buku ekuitas berperan sebagai proksi nilai likuidasi atau nilai abandonment.

PENUTUP

Banyak penelitian yang menunjukkan bahwa laba hanya menunjukkan sebagian kecil dari variasi returns. Dengan kata lain, laba hanya mempunyai kemampuan penjelas yang rendah (lihat misalnya, Bernard, 1989 dan Lev, 1989). Beberapa penelitian lain justru menunjukkan manfaat dari nilai buku ekuitas. Barth dan Kallapur (1996) menunjukkan perlunya mengontrol perbedaan skala dalam spesifikasi hubungan harga saham dan laba dalam penelitian runtun ruang (cross-sectional), peneliti menggunakan nilai buku ekuitas sebagai salah satu variabel kontrol. Selain peran dari sisi ekonometrik, nilai buku ekuitas juga menjadi variabel yang memiliki relevansi nilai (memiliki arti ekonomis). Ohlson (1995) dan Penman (1992) menyatakan bahwa nilai buku ekuitas sebagai proksi dari laba normal di masa datang yang diharapkan. Sedangkan Burgstahler dan Dichev (1997) dan Berger dkk. (1996) menyatakan bahwa nilai buku ekuitas sebagai proksi dari nilai adaptasi (adaptation value) atau nilai pembebasan (abandonment value)/nilai likuidasi. Dengan mengabaikan nilai buku ekuitas dalam model hubungan harga dengan laba akan menyebabkan bias negatif pada ERC jika nilai buku ekuitas berhubungan secara positif dengan harga dan berhubungan secara negatif dengan laba pada kasus perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian. Dengan demikian, bisa disimpulkan bahwa pengujian relevansi nilai dari informasi akuntansi dengan hanya menitik beratkan pada nilai laba untuk sample yang heterogen menjadi kurang tepat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R., dan P. Brown. 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* (Autumn): 159-178.
- Bao, B.H. dan L. Chow. 1999, The usefulness of earnings and book value for equity valuation in emerging capital markets: Evidence from listed companies in the People's Republic of China. *Journal of International Financial Management and Accounting* 10: 85.
- Barth, M.E., W.H. Beaver, dan W.R. Landsman. 1998, Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics* 25: 1-34.
- Berger, P., E. Ofek, dan I. Swary. 1996, Investor valuation of the abandonment option. *Journal of Financial Economics* 42: 257-287.
- Bernard, V. 1989, Capital market research during the 1980's: A critical review, Paper presented in honor of the University of Illinois Accountancy Ph.D. Program Golden Jubilee Symposium (University of Illinois, Urbana-Champaign, IL).
- _____. 1995, The Feltham-Ohlson framework: Implication for empiricists. *Contemporary Accounting Research* 11:733-747.
- Brief, R.P. dan P. Zarowin. 2000, The value relevance of dividends, book value and earnings. Working Paper. ><http://www.ssrn.com>.
- Burgstahler, D., dan I. Dichev. 1997, Earnings, adaptation and equity value. *The Accounting Review* 72: 187-215.
- Collins, D.W., M. Pincus, dan H. Xie. 1999, Equity valuation and negative earnings: The role of Book Value of Equity. *The Accounting Review* 74: 29-61.
- _____, E. Maydew, dan I. Weiss. 1997, Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics* (December): 39-67.
- Feltham, G.A., dan J.A. Ohlson. 1995, Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11:689-731.

- Francis, J. dan K. Schipper. 1999, Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research* 37:319-352.
- Hayn, C. 1995, The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20: 125-153.
- Kothari, S.P., dan J.L. Zimmerman. 1995, Price and return models. *Journal of Accounting and Economics* 20: 155-192.
- Lev, B. 1989, On the usefulness of earnings: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research* 27: 153-201.
- _____ dan P. Zarowin. 1999, The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 77: 353-385.
- Miller, M., dan F. Modigliani. 1961, Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* (October): 411-433.
- Ohlson, J.A. 1995, Earnings, book values, and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.
- _____ dan G.A. Feltham. 1995, Valuation and Clean Surplus Accounting fo Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11:689-731.
- Penman, S. H. 1992, Return to Fundamentals. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 7: 465-483.
- _____. 1998, Combining earnings and book value in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 15: 291-324.
- Sin, S. dan E. Watts. 2000, The information content of losses: Shareholder Liquidation Option and Earning Reversal. *AAAA Inaugural World Conference Proceeding*. Singapore.
- Wild, J.J. 1992, Stock price informativeness of accounting numbers: Evidence on earnings, book values, and their components. *Journal of Accounting and Public Policy* 11: 119-154.