

**MENGGUNAKAN MD&A UNTUK MENINGKATKAN PERKIRAAN PENDAPATAN
DAN REAKSI INVESTOR (STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN GO PUBLIC DI
INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA)**

**USING MD&A TO IMPROVE INVESTOR INCOME AND REACTIONS ESTIMATED
(EMPIRICAL STUDY OF GO PUBLIC COMPANIES IN INDONESIA SHARIA
STOCK INDEX (ISSI))**

Mila Alim Bahri

Mahasiswa Magister Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi Bisnis Islam Universitas
Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta
milaalim46@gmail.com

Abstract

This study aims to provide empirical evidence of investors' reactions to disclosure management discussion and analysis (MD&A) and Trading Volume Activity (TVA) in companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2013 to 2018. The motivation for this research is that there are not many studies in Indonesia. which investigated the effects of MD&A on investor decisions which are illustrated by the market reaction to stock returns and volume of trading activity (TVA).

This research is a quantitative study using secondary data as a source of data collection with the population of companies registered in ISSI for the 2013-2018 period. With the purposive sampling technique, 30 companies were obtained based on the highest average daily transaction value in the regular market listed in the JII (Jakarta Islamic Index). The final data used in this study are those obtained from the Annual Report of companies listed on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) and JII, the Corporate Governance Perception Index (CGPI) data from the survey results of The Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG) for the period 2013-2018. Yahoo Finance Historical Prices list for the period 2013-2018, and SWA Magazine for the period 2013-2018. Then, hypothesis testing is carried out using multiple linear regression tests and partial non-parametric correlation.

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

Keywords: Management's Discussion and Analysis (MD&A), Market Reaction, Stock Return, Trading Volume Activity.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris dari reaksi investor terhadap pengungkapan manajemen diskusi dan analisis (MD&A) dan Trading Volume Activity (TVA) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013 sampai dengan 2018. Motivasi penelitian ini adalah belum banyaknya studi di Indonesia yang menyelidiki efek MD&A pada keputusan investor yang diilustrasikan oleh reaksi pasar terhadap pengembalian saham dan volume aktivitas perdagangan (TVA).

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder sebagai sumber pengumpulan data dengan populasi perusahaan yang terdaftar di ISSI periode 2013-2018. Dengan teknik Purposive Sampling sehingga diperoleh 30 perusahaan berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi yang terdaftar dalam JII (Jakarta Islamic Indeks). Data akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah yang diperoleh dari Annual Report perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan JII, data Corporate Governance Perception Index (CGPI) hasil survei The Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG) periode 2013-2018, daftar Historical Prices Yahoo Finance periode 2013-2018, dan Majalah SWA periode 2013-2018. Kemudian, pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan beberapa uji regresi linear dan korelasi non-parametrik parsial.

Hasilnya menunjukkan bahwa (1) ada hubungan positif yang signifikan dari pengungkapan MD&A pada pengembalian saham dan (2) ada pengungkapan efek positif yang signifikan dari MD&A pada aktivitas volume perdagangan (TVA). Studi ini juga menambahkan *paired sample t-test* untuk mengetahui perbedaan sebelum dan sesudah harga saham dan TVA.

Kata kunci: *Management's Discussion and Analysis (MD&A), Market Reaction, Stock Return, Trading Volume Activity.*

A. Pendahuluan

Tujuan dasar dari laporan keuangan adalah untuk memberikan informasi keuangan tentang entitas laporan yang berguna bagi calon investor ekuitas, pemberi pinjaman dan kreditor lainnya dalam membuat keputusan (Fargher et al., 2007). Informasi yang terkandung di dalam laporan keuangan harus relevan dan dapat mewakili apa yang sebenarnya terjadi (Duru et al., 2017).

Ramalan pendapatan masa depan yang akurat telah menjadi pusat penelitian akuntansi selama lebih dari empat dekade. Penelitian telah mengembangkan model ramalan perkiraan pendapatan yang menggunakan item baris atau rasio dari laporan keuangan, menguraikan pendapatan menjadi

komponen dan memasukkan informasi biaya dalam periode penurunan penjualan (contohnya, Bankir & Chen, 2006; Fairfield, Sweeney, & Yohn, 1996; Ou & Penman, 1989; Sloan, 1996).

Banyak makalah akademis yang mewakili ekspektasi pendapatan investor dengan perkiraan konsensus analis. Anggapannya adalah bahwa analis menggunakan berbagai sumber informasi (publik dan pribadi) dan keahlian mereka untuk menghasilkan perkiraan yang unggul. Memang benar ada bukti empiris cukup besar yang menunjukkan bahwa perkiraan analis lebih baik daripada model deret waktu kuantitatif (Bradshaw, Drake, Myers, & Myers, 2012).

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

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.

Dan 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*.

Penelitian ini mengembangkan penelitian Khrystyna Bochkay (2019) dan Carolyn B. Levine yang menggabungkan pengungkapan naratif dalam bagian MD&A dari laporan 10k dengan variabel keuangan untuk menghasilkan ramalan perkiraan tingkat perusahaan secara eksplisit dari pengembalian laba atas ekuitas (ROE) selama 1 tahun. Yang mana penelitian ini menemukan bahwa model yang dilengkapi dengan pengungkapan MD&A lebih akurat daripada model yang hanya menggunakan variabel keuangan kuantitatif, dan juga menemukan bahwa model yang disempurnakan dengan teks sama baiknya atau lebih baik dari ramalan perkiraan konsensus analisis untuk perusahaan kecil dan perusahaan dengan pengikut analisis yang rendah.

Penelitian tersebut memberikan bukti pada keinformatifan bagian MD&A di berbagai karakteristik perusahaan, dan menemukan bahwa perusahaan-

perusahaan dengan perubahan besar dalam kinerja masa depan, kinerja masa depan yang negatif, pengawasan investor yang tinggi, risiko marabahaya yang tinggi, akrual positif tinggi, dan relevansi pendapatan bernilai tinggi memiliki pengungkapan MD&A yang lebih informatif, sedangkan perusahaan yang lebih muda dan perusahaan yang menghadapi risiko pasar lebih besar sekaligus paparan litigasi memiliki MD&A yang kurang informatif. Penelitian di atas memiliki hasil yang kuat untuk pilihan empiris alternatif mengenai tolak ukur dan spesifikasi. Yang mana secara keseluruhan, kesimpulan penelitian tersebut konsisten atau sesuai dengan pengungkapan MD&A yang memberikan kontribusi positif bagi lingkungan informasi perusahaan.

Berdasarkan pemaparan di atas, maka peneliti tertarik untuk memberikan bukti empiris reaksi investor atas pengungkapan informasi *Management Discussion and Analysis*. Adapun dugaan peneliti mengenai pengungkapan MD&A terhadap respon pasar yang dalam hal ini menggunakan proksi *return* saham dan *trading volume activity* (TVA) adalah jika perusahaan mengungkapkan MD&A secara lengkap dan terbuka dalam *annual report*, diharapkan *return* saham dan *trading volume activity* (TVA) akan meningkatkan minat investor untuk membeli saham perusahaan dan akan mempengaruhi respon pasar.

B. Kerangka Teori dan Pengembangan Hipotesis

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. 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.

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 analisis 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 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.

4. Pengaruh Management Discussion and Analysis (MD&A) 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.

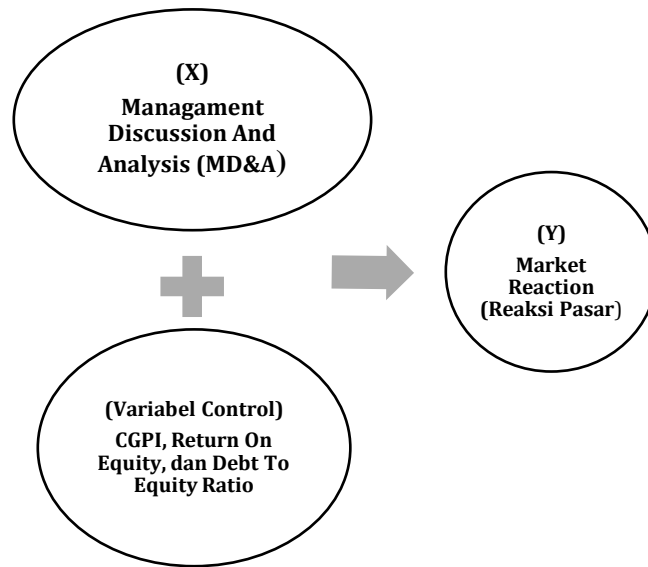
Mayew et al. (2012) membahas peran pengungkapan tekstual di MD&A untuk memprediksi kemampuan perusahaan untuk melanjutkan kelangsungan usahanya. Hasil menunjukkan bahwa informasi dalam pengungkapan MD&A lebih berguna dalam memprediksi kebangkrutan relatif terhadap rasio keuangan tiga tahun sebelum pailit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

Kami merangkum perkiraan mengenai hubungan antara karakteristik perusahaan dan keinformatifan teks di bawah ini:

- **Hipotesis 1:** Pengungkapan *Management Discussion and Analysis* pada *annual report* berpengaruh positif terhadap *trading volume activity*.
- **Hipotesis 2:** Pengungkapan *Management Discussion and Analysis* pada berpengaruh positif terhadap return saham.

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



C. Metode Penelitian

1. Populasi dan Sampel

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder sebagai sumber pengumpulan data dengan populasi perusahaan yang terdaftar di ISSI periode 2013-2018. Dengan teknik *Purposive Sampling* maka diperoleh 30 perusahaan berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi yang terdaftar dalam JII (*Jakarta Islamic indeks*). Data akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah yang diperoleh dari *Annual Report* perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan JII, data *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) hasil survei *The Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) periode 2013-2018, daftar *Historical Prices Yahoo Finance* periode 2013-2018, dan Majalah SWA periode 2013-2018.

2. Definisi Operasional Variabel

Variabel Independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengungkapan Management Discussion and Analysis (MD&A) sebagai variabel

independen. Menurut lembaga penyelenggara *Annual Report Award* (ARA), terdapat 17 elemen yang harus ada dalam MD&A.

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. 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.

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

- Return Saham

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

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

Keterangan:

P_t = Harga saham pada periode t

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

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

- Trading Volume Activity

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

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

- *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 1.

Tabel 1. Tahapan dan Bobot Penilaian Riset dan Pemeringkatan CGPI

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

Pemeringkatan CGPI didesain menjadi tiga kategori berdasarkan tingkat/level terpercaya yang dapat dijelaskan menurut skor penerapan GCG yang disajikan pada tabel 2.

Tabel 2. Kategori Pemeringkatan CGPI

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

- *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:

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

- *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. 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 (Y1) dan *volume* perdagangan (Y2) menggunakan uji *t* dan uji koefisien determinasi (R^2).

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).

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.

D. Hasil Penelitian

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 3 di bawah:

Tabel 3. Hasil Pengujian Normalitas

Model	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Return	0.163	827	0.000	0.668	827	0.000
TVA	0.026	827	0.200*	0.974	827	0.000

*Ikatan yang lebih rendah dari signifikan sebenarnya. (Sumber: Data diolah, 2020)

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.

2. Pengujian Hubungan MD&A dan Return Saham

Hasil pengujian hipotesis pertama (H_1) disajikan pada Tabel 4 berikut:

Tabel 4. Hasil Pengujian Korelasi Parsial Return Saham

Model	Return	MDA	CGPI	ROE	DER
Pearson Correlation					
Return	1.000	0.088	-0.040	-0.006	-0.031
MDA	0.088	1.000	0.151	0.070	0.003
CGPI	-0.040	0.151	1.000	0.060	0.503
ROE	-0.006	0.070	0.060	1.000	0.291
DER	-0.031	0.003	0.053	0.291	1.000
Sig. (1-tailed)					
Return	-	0.006	0.123	0.431	0.189
MDA	0.006	-	0.000	0.022	0.467
CGPI	.123	0.000	-	0.043	0.062
ROE	0.431	0.022	0.043	-	0.000
DER	0.189	0.467	0.062	0.000	-

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, 2020)

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.

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

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

Tabel 5. Hasil Uji *Goodness of Fit*

Model	R	R-Square	Adjusted R-Square	Std. Error
1.000	0.194	0.037	0.033	3.39293

(Sumber: Data diolah, 2020)

Berdasarkan tabel 5 di atas, menunjukan bahwa besarnya adjusted R^2 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 (H_{a2}) disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	12.620	0.586	-	21.522	0.000
MDA	3.474	0.710	0.170	4.891	0.000
CGPI	1.054	0.545	0.067	1.935	0.053
ROE	0.000	0.005	-0.006	-0.162	0.871
DER	0.001	0.001	0.022	0.608	0.544

(Sumber: Data diolah, 2020)

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 (H_{a2} diterima).

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 di bawah sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Perhitungan TVA Menggunakan Uji Statistik *Paired Sample t-test*

Model	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

(Sumber: Data diolah, 2020)

Tabel 8. Hasil Pengujian *Paired Samples Correlations*

Model	N	Correlation	Sig.
Pair 1 TVA_Before & TVA_After	827	0.998	0.000

(Sumber: Data diolah, 2020)

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*.

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*).

E. Kesimpulan

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

1. 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.
2. 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 diproksikan 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.

Daftar Pustaka

- Albrecht, S., Lookabill, L., & McKeown, J. (1977). *The Time-Series Properties Of Annual Earnings*. *Journal of Accounting Research*, 15, 226-244.
- Altman, E. (1968). *Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy*. *The Journal of Finance*, 23, 589-609.
- Banker, R., & Chen, L. (2006). *Predicting Earnings Using a Model Based on Cost Variability and Cost Stickiness*. *The Accounting Review*, 81, 285-307.
- 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, 371-389.
- 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.
- Bochkay, Khrystyna and Levine, B. Carolyn. (2019). *Using MD&A to Improve Earnings Forecasts*, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 34(3), 458-482.

- Brown, S., & Tucker, J. (2011). *Large-Sample Evidence on Firms' Year-Over-Year MD&A Modifications*. Journal of Accounting Research, 49, 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, 285-301.
- Clarkson, Peter M., Jennifer L. Kao, dan Gordon D. Richardson. (1999). *Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package*. Contemporary Accounting Research Vol. 16 No. 1, pp.111-34.
- Clark, T., & West, K. (2007). *Approximately Normal Tests for Equal Predictive Accuracy in Nested Models*. Journal of Econometrics, 138, 291-311.
- Cole, C., & Jones, C. (2004). *The Usefulness of MD&A Disclosures in The Retail Industry*. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 19, 361-388.
- Cole, C., & Jones, C. (2015). *The Quality of Management Forecasts of Capital Expenditures And Store Openings in MD&A*. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 30, 127-149.
- Davis, Angela K. dan Isho Tama-Sweet. (2011). *Managers Use of Language A cross Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases Versus MD&A*.
- Duru, O., Mileski, J. P., & Gunes, E. (2017). *Performance Obligations for "Revenue From Contracts With Customers" Principle in The Shipping Industry*. Maritime Business Review, 2(3), 211-223.

- 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.
- Grüning, Michael. (2011). *Capital Market Implications of Corporate Disclosure: German Evidence*. Journal of VHB Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft Vol. 4 ISSUE 1 March, 48-72.
- Hotchkiss, Edith dan Deon Strickland. (2008). *Does Shareholder Composition Matter? Evidence From the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements*. The Journal of Finance Vol. 8 No. 4.
- 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.
- Jegadeesh, N., & Wu, D. (2013). *Word Power: A New Approach for Content Analysis*. Journal of Financial Economics, 110, 712-729.
- Kim, I., & Skinner, D. (2012). *Measuring Securities Litigation Risk*. Journal of Accounting & Economics, 53, 290-310.
- O'Brien, P. (1988). *Analysts Forecasts as Earnings Expectations*. Journal of Accounting & Economics, 10, 53-83.
- Skinner, D. J., & Sloan, R. (2002). *Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*. Review of Accounting Studies, 7, 289-312.

Sun, Y. (2010). *Do MD&A Disclosures Help Users Interpret Disproportionate Inventory Increases?* *The Accounting Review*, 85, 1411-1440.

Tavcar, L. R. (1998). *Make The MD&A More Readable*. *The CPA Journal*, 68(1), 10.

Verrecchia, R. E. (2001). *Essays on Disclosure*. *Journal of Accounting & Economics*, 32, 97-180.