

REVISI KEYAKINAN ATAS SINYAL INFORMASI AKUNTANSI

MF. Arrozi Adhikara

Universitas Esa Unggul, Jakarta

e-mail: arrozi@esaunggul.ac.id

Abstract

The purpose of this study was to determine the behavior of securities analysts' beliefs revision in the valuation of shares which is determined by the sinyal quality of accounting information, unsystematic risk perception, and market risk as a measure of environmental uncertainty.

This study uses explanatory-causal approach. Type of data is primary data and the collection method is a survey. The dimension of time used is one shot study. The respondents were securities analysts and the unit of analysis is the individual. Data analysis used Structural Equation Modeling (SEM) with AMOS.

This study shows that the usefulness of accounting information has a positive influence on the beliefs revision and perceptions of risk and subjectivity of the return. Meanwhile, perception of risk has a negative influence on the subjectivity of the return. Furthermore, environment uncertainty has no influence on beliefs revision and subjectivity of the return. In addition, beliefs revision has a positive influence on subjectivity of return.

Study findings indicate that signal quality of accounting information has information content; securities analysts have high confidence, prudent, disjunction attitude, volitional, sophisticated, rational behavior, and preferences of risk averter.

Keywords: *usefulness of accounting information, beliefs revision, perceptions of risk, environment uncertainty, subjectivity of return.*

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengkaji dan memperoleh bukti empiris perilaku analis efek dalam revisi keyakinan pemilihan saham dengan menggunakan manfaat informasi akuntansi, persepsi risiko yang tidak sistematis, dan ketidakpastian lingkungan.

Penelitian ini menggunakan pendekatan explanatory-causal. Jenis data yang digunakan adalah data primer dan pengumpulan data menggunakan survei. Dimensi waktu yang digunakan adalah one-shot study. Responden penelitian adalah para analis efek dan yang menjadi unit analisis adalah orang perorangan. Analisis data dilakukan dengan menggunakan Structural Equation Modeling (SEM) dengan program AMOS.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa manfaat informasi akuntansi berpengaruh positif terhadap revisi keyakinan dan persepsi subyektifitas pengembalian investasi dan risiko. Sedangkan persepsi resiko berpengaruh negatif terhadap subyektifitas pengembalian investasi. Ketidakpastian lingkungan tidak berpengaruh terhadap revisi keyakinan dan subyektifitas pengembalian investasi. Selain itu, revisi keyakinan berpengaruh positif terhadap subyektifitas pengembalian investasi.

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa kualitas sinyal informasi akuntansi memiliki kandungan informasi, analis efek memiliki kepercayaan diri yang tinggi, bersikap prudent, volitional, sophisticated, dan memiliki preferensi risk averter.

Kata kunci: *manfaat informasi akuntansi, revisi keyakinan, persepsi risiko, ketidakpastian lingkungan, subyektifitas pengembalian investasi*

PENDAHULUAN

Saham merupakan aktiva yang berisiko, serta memberikan pengembalian investasi lebih tinggi dari aktiva keuangan lainnya. Oleh karena itu, investor meminta perlindungan risiko dan bursa efek memberikan perlindungan melalui efisiensi pasar (Zamahsari, 1990). Efisiensi pasar mempunyai hubungan dengan informasi akuntansi terkait dengan manfaat informasi dalam pengambilan keputusan finansial. Namun keterbukaan informasi untuk memenuhi pengungkapan penuh (*full disclosure*) dalam laporan keuangan terjadi penyesatan informasi. Fenomena ini terjadi sepanjang kurun waktu 2000-2009 pada emiten PT Perusahaan Gas Negara Tbk yang lalai menyampaikan fakta material penundaan proyek pipanisasi gas dan melakukan insider trading; konspirasi PT Great River Tbk tentang penipuan dalam penyajian laporan keuangan (Investor, 2007); manipulasi laporan keuangan pada Bank Lippo, PT Citra Marga Nusapala Persada, Bank Duta, Xerox, PT Merck, PT Kimia Farma Tbk, dan PT Telkom (Arrozi, 2009); serta runtuhnya perusahaan terkemuka yaitu Enron, Worldcom, Global Crossing, HIH, dan Tyco (Imung, 2002). Implikasi tersebut berakibat pada “Apakah Laporan Keuangan masih bisa dipercaya dan bermanfaat dalam pengambilan keputusan?”

Fenomena diatas menyebabkan timbulnya keraguan atas kehandalan sistem pelaporan keuangan yang menyebabkan kerugian besar bagi investor, karyawan, kreditor, dan *pihak* lain yang berkepentingan. Akibatnya, pengguna mendapatkan informasi salah atas kondisi perusahaan karena terdapat penyembunyian informasi yang relevan dan handal serta menggambarkan posisi keuangan yang salah. Sehingga, pengguna mengambil suatu analisa dan keputusan salah karena kesalahan substansi informasi tentang sinyal pengungkapan informasi akuntansi. Hal ini mengakibatkan kesalahan analisa terhadap keuangan emiten, dan pasar tampaknya tersesat oleh kesalahan informasi yang harus diinterpretasikan (Arrozi, 2006).

Konsekuensi negatif yang harus ditanggung pengguna adalah penyesatan revisi keyakinan tentang nilai pengharapan yang sudah ditentukannya melalui interpretasi informasi akuntansi (Scott, 2009); membentuk perilaku ketidaksabaran dan kehilangan pengendalian diri serta impulsif, karena kesalahan persepsi pada obyek yang diinterpretasikan (Wahlund dan Gunnarsson, 1996); kesalahan dalam melakukan prediksi terhadap subyektifitas pengembalian dan risiko investasi dari saham yang menjadi kandidat terpilih dalam portfolio investasi, serta penyesatan dalam pengambilan keputusan yang bersifat rasional karena pelaku pasar mengambil keputusan yang salah karena saham yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat secara fundamental (Lipe, 1998).

Isu utama penelitian ini adalah pertimbangan keyakinan dalam pengambilan keputusan investasi dengan penekanan kepada pemikiran obyektif pelaku dalam mempertimbangkan manfaat informasi akuntansi untuk memperoleh pengetahuan. Pengetahuan tersebut memberikan keyakinan untuk melakukan tindakan dan merevisi keyakinan. Keyakinan pelaku bersifat relatif. Artinya, pelaku melakukan revisi bilamana mendapat pengetahuan fundamental dan teknikal dari lingkungan berupa: manfaat informasi akuntansi dalam bentuk laba dan deviden, risiko perusahaan, serta risiko lingkungan dari pasar. Hal ini akan menunjukkan tindakan pelaku dalam investasi adalah rasional, sikap preferensi risiko dan pengembalian investasi, serta prediktor yang baik dalam melihat ketidakpastian lingkungan untuk memaksimalkan utilitas.

Penelitian ini penting karena ketidak-konsistenan hasil hubungan simultan antara manfaat informasi akuntansi, persepsi risiko, revisi keyakinan, ketidakpastian lingkungan, serta subyektifitas pengembalian investasi. Hasil studi Beaver (1989) serta Barberis dan Thaler (2003) menunjukkan tingkat keyakinan pengguna yang tinggi terhadap manfaat informasi akuntansi dalam pengambilan keputusan. Pengguna melakukan analisis bahwa informasi membawa kandungan infor-

masi kinerja, prospek, ketidakpastian dan nilai pengharapan (*expected values*) sehingga mengetahui adanya nilai ekonomis atau tidak sehingga dilakukan revisi keyakinan. Hasil studi berbeda dari Banker dkk. (1993), Stainbank dan Peebles (2006), Eipsten (1975), serta Chen dan Hsu (2005) bahwa pengguna tidak yakin manfaat informasi akuntansi menghasilkan subyektifitas pengembalian investasi. Hal ini menunjukkan ketidakmampuan analisa informasi sehingga informasi tidak bernilai ekonomis. Implikasinya harapan pengembalian investasi yang diinginkan tidak tercapai.

Hasil studi Goodwin dkk. (1986), Barth dkk.. (2001), Ball dan Brown (1968), Snelbecker dkk. (1990), Gordon (1984), Beaver (1989), Beaver dkk. (1979), serta Esterbrook (1984) menunjukkan manfaat informasi akuntansi berpengaruh terhadap pengembalian investasi. Informasi akuntansi menunjukkan kinerja dan prospek melalui profitabilitas, deviden, dan nilai perusahaan. Pengguna bersikap profesional karena mampu melakukan analisis dan interpretasi informasi sebagai sinyal yang bernilai ekonomis dan mempunyai kemampuan prediktif dalam hubungannya dengan laba mendatang. Perwujudan nilai ekonomis adalah memperoleh keuntungan dalam bentuk deviden sehingga menunjukkan citra dan kinerja perusahaan serta mudah mencari tambahan pendanaan untuk operasional perusahaan.

Studi tentang manfaat informasi akuntansi tidak berpengaruh terhadap persepsi risiko dihasilkan dari studi Lambert dan Verrechia (2005) dan Ferris dkk. (1990). Keyakinan pengguna pada kondisi keuangan perusahaan tidak merubah persepsi risiko pengguna. Informasi akuntansi tidak memberikan sikap positif atau negatif terhadap saham perusahaan meskipun menunjukkan kinerja, prospek, potensi risiko, dan nilai. Hasil studi berbeda ditunjukkan oleh Healy dan Palepu (2001), Beaver dkk. (1970), McDonald dan Stehle (1975), Farelly dkk. (1985), Koonce dkk.. (2004), Capstaff (1992), Barth dkk. (2001), Lee (1999), dan Clarkson dkk. (1996). Pengguna mempunyai keyakinan

terhadap kondisi keuangan emiten sehingga pengungkapan pelaporan menurunkan asimetri informasi, meningkatkan permintaan saham emiten, dan meningkatkan harga pasar sehingga mengurangi biaya modal. Disamping itu, informasi akuntansi merefleksikan ukuran persepsi risiko pasar serta mampu menjelaskan risiko melalui penggabungan karakteristik keperilakuan dan risiko keuangan. Tujuan penelitian adalah mengkaji dan memperoleh bukti empiris perilaku analis efek dalam revisi keyakinan pemilihan saham di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan manfaat informasi akuntansi, persepsi risiko, serta ketidakpastian lingkungan.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Beliefs-Adjustment Theory

Beaver (1989) mendefinisikan keyakinan sebagai komponen yang mengupas secara kritis dalam proses pengambilan keputusan. Tingkat keyakinan menentukan perilaku pengambilan keputusan. Peran informasi adalah merubah keyakinan. Perilaku pengambilan keputusan berubah ketika informasi baru merubah keyakinan. Keyakinan investor tidak tampak. Harga saham dipandang sebagai penampakan proses keyakinan investor. Penggunaan laporan keuangan oleh investor sebagai pemegang saham konsisten dengan orientasi pengguna utama laporan keuangan menurut FASB (1978).

Teori yang menggagas tentang revisi keyakinan dikemukakan oleh Hogarth dan Einhorn's (1992) tentang teori penyesuaian keyakinan (*beliefs-adjustment theory*) yaitu investor melakukan revisi keyakinan mengenai harga saham ketika menerima informasi dalam bentuk deviden dan laba kejutan (*earnings surprises*). Asumsi teori adalah individu memproses informasi secara berurutan dan mempunyai keterbatasan kapasitas memori. Individu merubah keyakinannya melalui suatu urutan proses *anchoring and adjustment*. Keyakinan sekarang bermanfaat sebagai keyakinan awal yang kemudian akan disesuaikan. Revisi keyakinan menjadi

keyakinan awal baru dan proses ini terjadi terus-menerus secara berurutan.

Teori ini memprediksi informasi perusahaan mempunyai sinyal yang berlawanan (*good news* diikuti dengan *bad news* atau *bad news* diikuti dengan *good news*), perubahan informasi akhir mempunyai pengaruh lebih besar pada pengembalian investasi daripada informasi awal. Pengaruh ini disebut *recency effect*. Tetapi, untuk informasi yang konsisten (*good news* diikuti dengan *good news* atau *bad news* diikuti dengan *bad news*), seluruh informasi mempunyai pengaruh yang sama besar pada pengembalian investasi. Pengaruh ini disebut dengan *no order effect*. Pada dua pengaruh tersebut, investor akan bereaksi secara berbeda terhadap perbedaan dua informasi. Disamping itu, teori ini juga mempertimbangkan kekuatan keyakinan awal (*anchor*) dan memprediksikan bahwa *anchor* yang besar akan berkurang lebih banyak oleh informasi negatif daripada *anchor* yang kecil. Sebaliknya, *anchor* yang kecil akan meningkat lebih besar oleh informasi positif daripada *anchor* yang besar. Hal ini disebut *anchoring effect*.

Hogarth dan Einhorn's (1992) membagi dimensi revisi keyakinan dalam beberapa hal yaitu: 1) Proses sekuensial adalah pemrosesan secara berurutan. Pengguna mengevaluasi sinyal deviden dan laba kejutan yang diterima pada titik waktu yang berbeda. 2) Kompleksitas tugas adalah evaluasi pengumuman akan mengalami penurunan penyesuaian bilamana informasi negatif dan sebaliknya mengalami peningkatan penyesuaian bilamana informasi positif. 3) Panjang rangkaian bukti transaksi, adalah merujuk pada jumlah bukti yang dievaluasi dari informasi akuntansi secara keseluruhan dalam suatu kesatuan. 4) *Response mode* adalah merujuk pada prosedur evaluasi suatu bukti dengan cara *step-by-step* dan *end-of-sequence*.

Revisi keyakinan memberikan pertimbangan prediksi mengenai perilaku investor dalam merespon informasi keuangan (Scott, 2009), yaitu: 1) Investor mempunyai keyakinan awal tentang pengembalian investasi dan risiko saham perusahaan yang

diharapkan. Keyakinan ini didasarkan pada informasi yang tersedia di pasar. Meskipun mereka mendasarkan pada informasi yang tersedia di pasar, tetapi keyakinan mereka tidak sama karena perbedaan menempatkan informasi dan kemampuan interpretasi. 2) Setelah penerbitan *net income* tahun berjalan, investor lebih tahu dengan menganalisa angka *income*. Misalnya, jika *net income* lebih tinggi dari yang diharapkan, maka menjadi *good news*. Investor lainnya yang mempunyai harapan tinggi betapa seharusnya *net income* sekarang, menginterpretasikan *net income* sebagai *bad news*. 3) Investor yang telah merevisi kepercayaan mengenai profitabilitas pengembalian investasi di masa datang lebih tinggi, cenderung membeli saham perusahaan dengan harga pasar saat ini.

Manfaat Informasi Akuntansi

Informasi akuntansi yang bermanfaat harus mempunyai kualitas informasi relevan dan handal (Scott, 2009), mempunyai nilai dalam menambah pengetahuan, menambah keyakinan mengenai profitabilitas terealisasinya harapan dalam kondisi ketidakpastian; serta mengubah keputusan atau perilaku para pemakai (Suwarjono, 2008). *Financial Accounting Standard Board* (1980) menyusun karakteristik standar kualitatif laporan melalui *Standard Financial Accounting Concepts* No. 2 dan merupakan syarat yang harus dipenuhi agar tujuan informasi sesuai dengan apa yang dinyatakan di dalam SFAC No 1 dapat tercapai. Karakteristik kualitas informasi akuntansi harus memiliki nilai-nilai sebagai berikut: 1) Kualitas Primer, Kualitas utama yang membuat informasi akuntansi berguna untuk pengambilan keputusan adalah relevan dan handal Relevan menunjukkan informasi akuntansi harus dapat membuat perbedaan dalam suatu keputusan. Untuk menjadi relevan, informasi akuntansi harus mempunyai nilai prediktif, nilai umpan balik dan tepat waktu. Handal adalah informasi dapat diandalkan jika terbebas dari kesalahan, penyimpangan, serta merupakan penyajian yang jujur. Supaya reliabel, informasi akuntansi mempunyai karakteristik dapat diperiksa,

kejujuran penyajian, dan netral. 2) Kualitas Sekunder, Informasi lebih berguna jika mempunyai karakteristik dapat dibandingkan dan konsistensi. 3) Keterbatasan Laporan Keuangan, Informasi akuntansi bermanfaat jika harus mencapai tingkat minimum dari relevan dan reliabilitas. Hal ini menunjukkan suatu keterbatasan bagi manfaat informasi. Karakteristik keterbatasan adalah biaya dan manfaat, serta materialitas.

Persepsi Risiko

Persepsi merupakan pandangan individu dalam memahami obyek atau peristiwa melalui pancaindera yang diperoleh dari pengalaman tentang obyek dengan menyimpulkan informasi dan menafsirkan pesan. Persepsi bersifat subyektif dan situasional sehingga sangat mungkin memiliki perbedaan dengan persepsi individu lain terhadap obyek yang sama (Kamus Besar Bahasa Indonesia, 1995; Matlin, 1998; Robbins, 1996). Syarat untuk membuat persepsi adalah adanya obyek yang dipersepsikan (fisik), alat untuk menerima stimulus berupa alat indra (fisiologis), serta perhatian dalam mengadakan persepsi (Walgito, 1997).

Risiko investasi didefinisikan sebagai penyimpangan dari keuntungan yang diharapkan. Karena ketidakpastian, investor akan memperoleh pengembalian investasi di masa datang yang belum diketahui nilainya (Hartono, 2008). Oleh karena itu risiko dipersepsikan dari pandangan orang tentang kemungkinan mendapatkan potensi paparan kerugian, bahaya, dan kejahatan yang berhubungan dengan aktivitas khusus (Ricciardi, 2004). Untuk mengurangi risiko, pelaku harus mengenal jenis risiko dalam investasi yang dikelompokkan oleh Jones (2002) sebagai berikut: 1) Risiko sistematis (risiko pasar), Risiko pasar tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi dalam portfolio. Nilai portfolio yang terdiversifikasi dengan baik akan berfluktuasi dengan perubahan hasil pengembalian pasar. Misal, kenaikan inflasi yang tajam, resesi, kenaikan tingkat bunga, dan siklus ekonomi. 2) Risiko tidak sistematis, Risiko spesifik bagi perusahaan yang men-

cakup kebijakan dan keputusan strategik, operasi, dan keuangan. Risiko ini berbeda antar perusahaan sehingga memfokuskan pada dampak spesifik terhadap saham atau sektor tertentu.

Riset akuntansi menyatakan informasi akuntansi penting digunakan oleh investor individu untuk menilai resiko dan membuat keputusan investasi. Informasi akuntansi menyediakan fundamental risiko keuangan yang diukur dengan *dividen payout ratio*, *current ratio*, *asset size*, *asset growth*, *leverage*, *variability in earnings*, *covariability in earnings*, dan *capital structure* (Beaver, dkk., 1989; Selvi, 2004). Risiko keuangan fundamental menunjukkan informasi kinerja buruk, kesulitan keuangan, dan perusahaan tidak berprospek sehingga nilai perusahaan menurun. Sehingga, persepsi risiko dinyatakan sebagai pandangan individu mengenai risiko keuangan fundamental yang mempengaruhi harga saham perusahaan.

Risiko dasar saham menurut analisis dalam situasi kompetitif adalah risiko pemilihan saham (Selva, 2004). Risiko pemilihan saham adalah pengambilan saham yang memiliki penyimpangan pengembalian investasi yang merugikan (*adverse selection* pengembalian investasi) lebih rendah daripada rata-rata pengembalian investasi ukuran perusahaan yang sama, atau perusahaan dalam industri atau sektor yang sama. Koonce (2004) mendefinisikan persepsi risiko sebagai pandangan individu mengenai seberapa besar kemungkinan dirinya mengalami paparan risiko keuangan atas penggunaan laporan keuangan. Persepsi risiko ini merupakan model terintegrasi yang menggabungkan karakteristik risiko keperilakuan dengan risiko dalam teori standar deviasi (probabilitas dan nilai harapan) yang berhubungan dengan keuntungan dan kerugian. Premis penelitian adalah persepsi pengguna laporan keuangan lebih baik dipahami dan dijelaskan dengan memasukkan karakteristik risiko keperilakuan. Indikator model terintegrasi untuk risiko keperilakuan adalah kekhawatiran, tidak dapat dikendalikan, mengetahui serta, potensi terjadi (*catastrophic potential*). Sedangkan, indikator

resiko keuangan adalah *loss outcome*, *probability loss*, dan *gain outcome*. Penggabungan model ini mendapatkan dukungan empiris dari ke dua karakteristik risiko.

Ketidakpastian Lingkungan

Ketidakpastian lingkungan didefinisikan Milliken dalam Rabin dkk. (2000: 204) sebagai rasa ketidakmampuan seseorang untuk memprediksi lingkungan secara akurat. Seseorang berada dalam kondisi ketidakpastian bilamana seseorang merasa dirinya tidak memiliki informasi yang cukup untuk membuat prediksi secara akurat, atau bilamana seseorang merasa bahwa dirinya tidak mampu membedakan antara data yang relevan dengan data yang tidak relevan. Milliken mengidentifikasi tiga tipe ketidakpastian lingkungan yaitu: 1) **Ketidakpastian keadaan (*state uncertainty*)**. Seseorang merasakan ketidakpastian keadaan jika merasakan lingkungan organisasi tidak dapat diprediksi, artinya seseorang tidak paham bagaimana komponen lingkungan akan mengalami perubahan. Seorang manajer dapat merasa tidak pasti terhadap tindakan apa yang harus dilakukan dalam menghadapi dinamika para pemasok, pesaing, pelanggan, konsumen, atau merasa tidak pasti terhadap perubahan lingkungan yang relevan, seperti perubahan teknologi, budaya, dan demografi. 2) **Ketidakpastian pengaruh (*effect uncertainty*)**. Ketidakpastian ini berkaitan dengan ketidakmampuan seseorang untuk memprediksi pengaruh lingkungan terhadap organisasi. Seorang manajer berada dalam ketidakpastian bila merasa tidak pasti terhadap peristiwa yang berpengaruh terhadap perusahaan (sifat), seberapa jauh peristiwa tersebut berpengaruh (kedalaman) dan kapan pengaruh tersebut akan sampai pada perusahaan (waktu). Ketidakpastian pengaruh atas peristiwa yang terjadi pada masa mendatang akan menjadi lebih menonjol jika ketidakpastian keadaan lingkungan sangat tinggi di masa datang. 3) **Ketidakpastian respon (*respon uncertainty*)**. Ketidakpastian ini berkaitan dengan usaha untuk memahami pilihan respon apa yang tersedia bagi organisasi dan manfaat dari tiap-tiap respon

yang akan dilakukan. Dengan demikian, ketidakpastian respon didefinisikan sebagai ketiadaan pengetahuan tentang pilihan respon dan ketidakmampuan untuk memprediksi konsekuensi yang mungkin timbul sebagai akibat pilihan respon.

Dari ketiga tipe, ketidakpastian keadaan merupakan tipe konseptual yang sesuai menggambarkan ketidakpastian lingkungan. Ketidakpastian lingkungan merupakan situasi di mana seseorang mengalami hambatan untuk dapat memperkirakan dan memprediksi situasi di sekitarnya sehingga melakukan sesuatu untuk menghadapi ketidakpastian tersebut. Individu menghadapi keterbatasan dalam memperoleh informasi dari lingkungan. Sehingga, tidak dapat mengetahui kegagalan dan keberhasilan terhadap hasil keputusan yang telah dibuatnya.

Bagi organisasi, sumber utama ketidakpastian berasal dari lingkungan. Lingkungan yang tidak pasti meliputi: politik, legal, ekonomi, teknologi, ekologi, demografi, konsumen, pemasok, pesaing, pemerintah, pemegang saham, serta pihak yang berkepentingan lainnya (Weber dalam Rabin, dkk., 2000: 219). Miles dan Snow dalam Rabin dkk. (2000: 205) menyatakan bahwa pemasok, pelanggan, pesaing, pemerintah, serikat buruh, pasar uang adalah sumber utama dari ketidakpastian. Sementara Gordon dan Narayanan dalam Rabin (2000: 205) menemukan bahwa sumber ketidakpastian adalah ekonomi, hukum, politik, teknologi, persaingan, pelanggan, dan lingkungan industri.

Subyektifitas Pengembalian Investasi

Setiap investor mempertimbangkan investasi sebagai kombinasi dalam portfolio yang menawarkan ekspektasi pengembalian investasi yang lebih tinggi pada tingkat risiko yang diinginkan (Markowitz, 1952). Kombinasi investasi dalam portfolio mensyaratkan investor memikirkan diversifikasi dan mempertimbangkan tiga karakteristik penting dari tiap investasi, yaitu parameter pengembalian investasi yang diperkirakan dan serta tingkat risiko, pengujian risiko dan pengembalian investasi, dan korelasi antar pengembalian

investasi dari tiap investasi. Hal ini menunjukkan individu membuat keputusan rasional untuk memaksimalkan kesejahteraan dalam ketidakpastian (Nofsinger, 2005).

Pengembalian investasi merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Hartono, 2008). Pengembalian investasi dapat berupa pengembalian investasi realisasi yang sudah terjadi, atau pengembalian investasi ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. Dibawah asumsi pasar modal efisien bebas dari *borrowing* dan *lending*, subyektifitas pengembalian investasi diukur sama dengan tingkat bunga pasar setelah pajak. Hal ini terjadi karena ketidaksesuaian antara tingkat bunga pinjaman dengan simpanan yang menyebabkan kesempatan yang berubah-ubah bagi konsumen.

Pertimbangan pokok investor adalah bagaimana mengelola penghasilan serta membelanjakannya (Wahlund dan Gunnarsson dalam Altman, 2006). Ketidakseimbangan tersebut akan membawa perilaku investor untuk menabung, investasi, ataupun meminjam uang guna memperoleh manfaat yang optimal atas penghasilan. Sikap investor yang menahan konsumsi saat ini mengharapkan menerima pengembalian investasi yang lebih besar di masa datang. Sebaliknya, investor yang melakukan konsumsi atau investasi melebihi penghasilan sekarang harus mengembalikannya di masa datang dengan jumlah uang yang lebih besar. Bila pembayaran dimasa datang tidak menentu, investor akan mensyaratkan pengembalian investasi yang lebih besar dari *discounted interest rate* ditambah tingkat inflasi saat itu.

Subyektifitas mengarah pada pandangan individu yang melibatkan pengetahuan sebelumnya dalam memperoleh dan menginterpretasikan stimulus melalui pancaindra. Subyektifitas berkaitan dengan investasi saham merupakan keinginan individu berdasarkan analisis yang sah memperoleh pengembalian investasi yang optimal baik yang berasal dari *capital gain*, deviden, atau keduanya (Nofsinger, 2005). Sehingga, subyektifitas pengembalian investasi merupa-

kan harapan individu untuk memperoleh pengembalian investasi pada setiap investasi. Harapan tersebut diperoleh dari keputusan investasi yang dibuat investor atau hasil rekomendasi dan nasehat analis keuangan dalam suatu pemilihan saham berdasarkan preferensi investor (Snelbecker, dkk., 1990) untuk memaksimalkan utilitasnya (Scott, 2009). Karena bersifat rasional, maka setiap pengambilan keputusan investasi melakukan pemilihan dari berbagai alternatif, pertimbangan preferensi *pengembalian investasi*, dan melakukan pengambilan keputusan untuk maksimalisasi utilitas. Subyektif *pengembalian investasi* yang diinginkan investor dapat dicapai pada perbedaan kapasitas pemahaman dan gaya pengambilan keputusan investasi.

Pengembangan Hipotesis

Hasil studi Eipsten (1975) serta Chen dan Hsu (2005) membuktikan bahwa manfaat informasi akuntansi tidak berpengaruh terhadap revisi keyakinan. Informasi tentang perusahaan memberikan sumbangan lebih tinggi daripada informasi laporan keuangan dalam mengubah keyakinan dan tindakan investor. Hal ini mengindikasikan pengguna bertindak bodoh karena tidak dapat memanfaatkan, menganalisis, dan menginterpretasikan informasi akuntansi sehingga tidak berguna dalam proses pengambilan keputusan.

Hasil studi Beaver (1989), Barberis dan Thaler (2003), Eipstein (1975), Scott (2009), Easton dan Zmijewski (1989) serta Stuerke (2005) menunjukkan manfaat informasi akuntansi berpengaruh terhadap revisi keyakinan. Investor mempunyai keyakinan awal tentang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Dengan informasi baru yang diterbitkan, membantu dalam merubah keyakinan awal yang sudah ditetapkan mengenai harapan keuntungan yang diinginkan dan membuat pilihan yang secara normatif diterima. Hal ini menunjukkan pengguna mendapatkan dan memproses informasi secara benar. Perubahan keyakinan diproksikan dari perubahan harga dan volume perdagangan saham. Hasilnya informasi bermanfaat karena

mendorong investor mengubah keyakinan dan tindakannya.

Berdasarkan kajian teori dan empiris, hipotesis yang dikemukakan sebagai berikut:

H₁: Manfaat informasi akuntansi berpengaruh terhadap revisi keyakinan.

Manfaat informasi akuntansi tidak berpengaruh terhadap persepsi risiko dihasilkan dari studi Lambert dan Verrechia (2005) dan Ferris dkk. (1990). Informasi akuntansi menunjukkan kinerja, prospek, potensi risiko, dan nilai perusahaan tetapi informasi tersebut tidak memberikan sikap positif atau negatif terhadap saham perusahaan. Pengguna menunjukkan preferensi netral risiko. Hal ini menunjukkan bahwa pengguna mengurangi ketergantungan pada kinerja perusahaan karena kurang pentingnya ukuran risiko akuntansi dan cenderung melakukan perdagangan spekulatif. Hasil studi berbeda ditunjukkan oleh Healy dan Palepu (2001), Beaver dkk. (1970), Farelly dkk. (1985), Koonce dkk. (2004), Capstaff (1992), Barth dkk. (2001), Lee (1999), Clarkson dkk. (1996). Pengguna mempunyai keyakinan terhadap kondisi keuangan emiten sehingga mempunyai persepsi berisiko atau tidak. Hal ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi merefleksikan ukuran persepsi risiko, mampu menjelaskan risiko melalui penggabungan karakteristik keperilakuan dan risiko keuangan, serta pengungkapan pelaporan menurunkan asimetri informasi sehingga meningkatkan permintaan saham emiten dan meningkatkan harga pasar sehingga mengurangi biaya modal.

Berdasarkan kajian teori dan empiris, hipotesis yang dikemukakan sebagai berikut:

H₂: Manfaat informasi akuntansi berpengaruh terhadap persepsi risiko.

Hasil studi Banker dkk. (1993), Stainbank dan Peebles (2006), Eipsten (1975), Chen dan Hsu (2005), serta Campbell dan Baranek's (1995) menunjukkan pengguna mempunyai keyakinan yang rendah terhadap informasi akuntansi sehingga tidak memperoleh pengembalian investasi yang diinginkan.

Hal ini menunjukkan kesalahan interpretasi deviden sebagai sinyal *bad news* karena ditafsirkan pasar sebagai pengurangan aktiva, operasi perusahaan terganggu, kinerja perusahaan akan memburuk, tidak memberikan pengaruh terhadap variasi pengembalian investasi yang diinginkan, serta menyebabkan jatuhnya harga saham pada waktu *ex-dividend day*.

Hasil studi berbeda ditunjukkan Goodwin dkk. (1986), Barth dkk. (2001), Ball dan Brown (1968), Snelbecker dkk. (1990), Gordon (1962), Beaver (1989), Beaver dkk. (1979), serta Esterbrook (1984) bahwa manfaat informasi akuntansi berpengaruh terhadap subyektifitas pengembalian investasi. Pengguna bersikap profesional karena mampu melakukan analisis informasi sebagai sinyal bernilai ekonomis dan mempunyai kemampuan prediktif berkaitan dengan laba mendatang. Perwujudan nilai ekonomis adalah memperoleh keuntungan dalam deviden sehingga menunjukkan citra dan kinerja perusahaan sehingga mudah mencari tambahan pendanaan. Berdasarkan kajian teori dan empiris hipotesis yang dikemukakan sebagai berikut:

H₃: Manfaat informasi akuntansi berpengaruh terhadap subyektifitas pengembalian investasi

Kajian persepsi risiko terhadap subyektifitas pengembalian investasi hasilnya masih belum konsisten. Semakin tinggi persepsi risiko terhadap saham semakin tinggi harapan untuk memperoleh subyektifitas pengembalian investasi, dan sebaliknya. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan timbul dari alasan menghindari resiko dan menunjukkan investor tidak mendukung terhadap penerimaan risiko yang tinggi. Investor menginginkan tingkat risiko tertentu dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi serta investor menerima pengembalian investasi yang lebih tinggi dari sebelumnya jika menanggung risiko yang lebih tinggi. Model ini menunjukkan tipe investor yang rasional dan terlalu percaya diri sehingga risiko tidak hanya relevan dengan ukuran

risiko perusahaan tetapi juga menaikkan peran laporan keuangan dalam manfaat pelaporan informasi risiko (Fletcher, 2000; serta Daniel, dkk., 2001).

Hasil studi Chen dan Steiner (1999) menyatakan variabel risiko mempunyai hubungan negatif terhadap kebijakan dividen. Dengan tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen masa datang sehingga alokasi sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut.

Berdasarkan kajian teori dan empiris hipotesis yang dikemukakan sebagai berikut:

H₄: Persepsi risiko berpengaruh terhadap subyektifitas pengembalian investasi.

Persepsi ketidakpastian lingkungan mencerminkan pandangan individu tidak dapat memprediksi lingkungan secara akurat (Miliken, 1987). Lingkungan ini tidak menguntungkan dan dipandang sebagai kondisi yang negatif dan penuh ketidakpastian yang berada di luar kendali perusahaan. Lingkungan ini ditandai oleh iklim industri yang tidak menentu serta persaingan yang ketat, perubahan yang mendadak dan terputus-putus serta cepat dari sektor-sektor lingkungan. Dalam kondisi ketidakpastian, peluang yang tersedia relatif sedikit. Pengguna mencermati ketidakpastian lingkungan dengan mengumpulkan informasi sebanyak-banyaknya untuk mempredikasi lingkungan secara akurat. Karena saham terpengaruh risiko pasar maka informasi eksternal harus dikuasai penuh untuk meminimalisasi jatuhnya harga saham. Pengendalian dan perencanaan pengguna dilakukan untuk reposisi saham sehingga terdapat saham yang dilepas dan saham yang tetap dipilih. Akibatnya niat untuk pemilihan saham menjadi tinggi.

Hasil studi Kim dan Lim (1988), BEJ (1997), serta Luo (1999) menunjukkan pengaruh yang signifikan antara ketidakpastian lingkungan dengan niat untuk melakukan pengambilan keputusan. Semakin tinggi indi-

vidu dapat memprediksi lingkungan secara akurat, semakin tinggi niat untuk melakukan pengambilan keputusan. Hal ini menunjukkan bahwa kondisi turbulensi pada pasar modal (*bearish*) mengakibatkan kondisi keyakinan mulai menurun tetapi pelaku yang tidak terpengaruh dengan kondisi apapun akan mengambil kesempatan dan peluang untuk melakukan investasinya di pasar modal. Pelaku hanya memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Kondisi turbulensi dalam ekonomi akan merubah keyakinan pelaku pasar dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Hal ini akan terjadi pada aktiva yang berisiko. Pemahaman pengetahuan yang kuat tentang analisis investasi akan memberikan pengertian dan penilaian kembali manfaat pengetahuan investasi dalam memahami hal tersebut.

Berdasarkan kajian teori dan empiris hipotesis yang dikemukakan sebagai berikut:

H₅: Ketidakpastian lingkungan berpengaruh terhadap revisi keyakinan.

H₆: Ketidakpastian lingkungan berpengaruh terhadap subyektifitas pengembalian investasi.

Estimasi pengembalian investasi dilakukan untuk mengetahui tingkat pengembalian investasi dari *asset* yang bebas resiko maupun penentuan pengembalian investasi dari aktiva keuangan yang berisiko. Tujuannya adalah untuk membandingkan tingkat pengembalian investasi yang paling menguntungkan antara aktiva bebas resiko dengan aktiva keuangan yang berisiko. Investasi yang dipilih tergantung pada preferensi pelaku dan memilih sekuritas yang memberikan pengembalian investasi yang paling tinggi diantara keduanya. Hal ini disebabkan karena pasar modal merupakan pasar yang penuh ketidakpastian serta saham merupakan instrumen keuangan yang sangat berisiko. Oleh karena itu, individu menginginkan kompensasi dan insentif pengembalian investasi yang seimbang karena kandungan risiko yang tinggi tersebut.

Hasil studi Wahlund dan Gunnarsson (1996), Nagy dan Obenberger (1994), serta Antonides dan Van Der Sar (1989) menunjukkan bahwa semakin tinggi niat untuk memilih saham maka semakin tinggi subyektifitas pengembalian investasi yang dihasilkan. Hal ini menunjukkan bahwa proses pemilihan saham dipengaruhi oleh perbedaan kapasitas pemahaman dan tipe pengambilan keputusan investasi sebagai penjelas subyektifitas pengembalian investasi. Subyektifitas pengembalian investasi ditentukan oleh pilihan pelaku dengan preferensi yang berbeda terhadap pengembalian investasi dari tipe investasi sehingga proses pemahaman akan bervariasi antara investor yang satu dengan investor yang lain. Tujuannya untuk memaksimalkan utilitas sebagai kriteria penting bagi investor.

Berdasarkan kajian teori dan empiris hipotesis yang dikemukakan sebagai berikut:

H₇: Revisi keyakinan berpengaruh terhadap subyektifitas pengembalian investasi.

METODE PENELITIAN

Data

Jenis data adalah primer. Metode pengumpulan data dilakukan secara survei kepada analis efek yang tergabung dalam Asosiasi Analis Efek Indonesia (AAEI). Data penelitian berupa data subyek yang menyatakan opini, sikap, justifikasi, dan pengalaman atau karakteristik individual dalam melakukan pengambilan keputusan.

Populasi, Sampel, Besar Sampel, dan Penarikan Sampel

Populasi penelitian adalah analis efek perusahaan sekuritas dan tergabung dalam AAEI. Besar ukuran sampel menurut Hair, dkk., (1998) adalah 5 – 10 x jumlah indikator atau dengan estimasi *maximum likelihood estimation* diantara 100 - 200 sehingga ditentukan sebesar 178. Penarikan sampel secara random dengan teknik pengambilan *simple random sampling* yaitu setiap analis efek mempunyai kesempatan sama untuk dipilih sebagai sampel. Responden penelitian

ini adalah analis efek. Unit analisis adalah individu.

Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional masing-masing variabel adalah sebagai berikut: 1) **Manfaat informasi akuntansi**, Manfaat informasi akuntansi adalah derajat efek positif atau negatif yang ditentukan secara langsung oleh keyakinan analis efek terhadap kualitas informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan. Instrumen yang digunakan untuk mengukur manfaat informasi akuntansi dikembangkan oleh peneliti dari SAK-IAI (2009) serta Ho dan Wong (2005). Item-item pertanyaan diskor dengan menggunakan skala Likert mulai dari skala 1 (sangat tidak bermanfaat) sampai skala 5 (sangat bermanfaat) dengan 15 butir pertanyaan. 2) **Persepsi risiko**, Persepsi risiko merupakan pandangan analis efek mengenai pos-pos laporan keuangan yang dipertimbangkan kemungkinan rugi dari hasil (*outcomes*). Instrumen yang digunakan untuk mengukur persepsi risk terdiri dari 7 indikator yang dikembangkan dari Koonce, dkk., (2004). Instrumen persepsi risiko dikembangkan dengan skala Likert mulai dari skala 1 (sangat tidak berisiko) sampai dengan 5 (sangat berisiko). 3) **Ketidakpastian lingkungan**, Ketidakpastian lingkungan adalah persepsi analis efek untuk tidak dapat diprediksinya berbagai macam aspek lingkungan eksternal mereka secara akurat. Instrumen pengukur ketidakpastian lingkungan diperoleh dengan memodifikasi instrumen yang disusun oleh Gordon dan Narayanan (1984), Miles dan Snow (1978), serta Farid dan Siswanto (1998). Pengukuran variabel ini menggunakan skala Likert mulai dari skala 1 (sangat tidak dapat diprediksi) sampai dengan skala 5 (sangat dapat diprediksi).

Revisi Keyakinan

Revisi keyakinan adalah persepsi analis efek terhadap informasi akuntansi yang memotivasinya untuk merubah keyakinan awal. Instrumen yang digunakan untuk mengukur revisi keyakinan dikembangkan

dari Hogarth dan Einhorn's (1992) serta Scott (2009) dengan 4 indikator. Instrumen pengukuran revisi keyakinan dikembangkan dengan menggunakan skala Likert berskala 1 (sangat tidak yakin) sampai dengan 5 (sangat yakin).

Subyektifitas Pengembalian investasi

Subyektifitas pengembalian investasi merupakan harapan analis efek untuk memperoleh keuntungan dalam pemilihan saham. Instrumen pengukur subyektifitas pengembalian investasi dikembangkan dari Snelbecker dkk. (1990) melalui 5 indikator. Instrumen subyektifitas *pengembalian investasi* dikembangkan dengan menggunakan skala Likert mulai dari skala 1 (sangat tidak ingin dicapai) sampai dengan skala 5 (sangat ingin dicapai).

Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) dengan program aplikasi *Analysis of Moment Structure* (AMOS) versi 4.01. Arbuckle (1997) menyatakan model yang baik harus memenuhi kriteria model persamaan struktural, yaitu: *Degree of Freedom* (DF) nilainya harus positif; Non signifikan *Chi-Square* diatas nilai yang disyaratkan ($p=0,05$) dan diatas batas konservatif yang diterima ($p=0,10$); Nilai *Incremental fit* diatas 0,90 untuk GFI (*Goodnes of fit Index*) dan *Adjusted*

GFI (AGFI); *Tucker Lewis Index* (TLI) dan *Comparative Fit Index* lebih besar dari 0,95; serta Nilai RMR (*Root Mean Square Residual*) dan RMSEA (*Root Mean Square Error of Approximation*) dibawah 0,08.

Model Penelitian

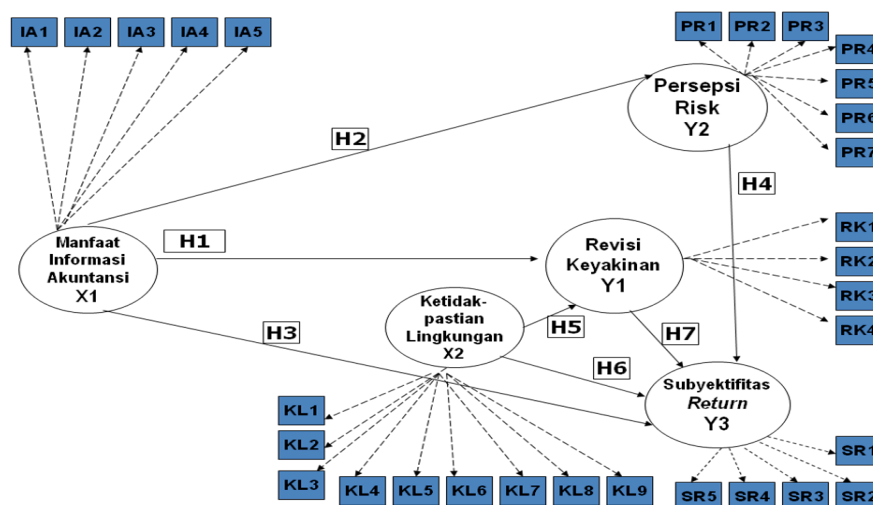
Revisi keyakinan dalam penilaian saham yang rasional bertujuan untuk memaksimalkan utilitasnya. Perancangan model revisi keyakinan penilaian saham disajikan pada gambar 1.

HASIL DAN PEMBAHASAN Pengembalian Kuesioner

Data penelitian dikumpulkan melalui survei. Jumlah kuesioner yang dikirim sebanyak 250 lembar dan kembali sebanyak 192. Kuesioner yang bisa dipakai sejumlah 178. Tingkat tanggapan responden sebesar 73 %. Gambaran penerimaan kuesioner terdapat pada Tabel 1.

Demografi Responden

Demografi analis efek terdapat pada Tabel 2 yang menunjukkan karakteristik terbesar pada: usia 31-35; jenis kelamin pria; pendidikan S1; pendidikan pasar modal pada *forecasting and valuation*; lama bekerja 6-10 tahun; tugas utama adalah riset, analisis, dan rekomendasi; sertifikasi WMI, WPPE, WPEE, dan CFTE; serta merupakan tipe analis fundamental.



Gambar 1: Model Penelitian

Tabel 1: Gambaran Penyebaran dan Penerimaan Kuesioner

Keterangan	Jumlah
Kuesioner yang dikirim	250 eksemplar
Kembali karena alamat tidak dikenal	9 eksemplar
Jumlah Pengiriman	241 eksemplar
Kuesioner yang kembali	192 eksemplar
Prosentase yang kembali	79,66 %
Kuesioner yang bisa dipakai	178 eksemplar
Prosentase yang bisa dipakai	73 %

Sumber: Hasil Olahan Data

Tabel 2: Demografi Responden

Keterangan	Jumlah
Usia Responden	
20 – 25 tahun	10,7 %
26 – 30 tahun	14,9 %
31 – 35 tahun	40,5 %
36 – 40 tahun	14,9 %
41 – 45 tahun	8,6 %
46 – 50 tahun	10,6 %
Jenis Kelamin	
Pria	76,6 %
Perempuan	23,4%
Pendidikan Formal	
S1	76,7 %
S2	21,3 %
S3	2,1 %
Pendidikan Pasar Modal	
Advance Training	10,5 %
CFA	8,4 %
Forecasting and Valuation	44,7 %
Finacial Modelling	10,5 %
Risk Management	4,2 %
Worshop Efek/Sekuritas	23,3 %
Lama Bekerja di Pasar Modal	
1 – 5 tahun	21,5 %
6 – 10 tahun	65,8 %
11 – 15 tahun	2,1 %
16 – 20 tahun	10,6 %
21 – 25 tahun	-
Tugas Utama Analisis Efek	
Riset, Analisis Makro dan Mikro, Rekomendasi	85,1 %
Marketing	4,3 %
Trader	10,6 %
Sertifikasi	
CFA	6,3 %
MI	15,7 %
WMI	14,9 %
WPPE	19,1 %
WPEE	17 %
Semuanya (WMI,WPPE,WPEE,CFTE)	27 %
Kategori Analisis Efek	
Fundamental Analisis	89,4 %
Teknikal Analisis	-
Keduanya	10,6 %

Sumber: Hasil Olahan Data

Tabel 3: Hasil Pengujian Reliabilitas dan Validitas Variabel

Variabel	Reliabilitas	Validitas
Manfaat Informasi Akuntansi	0,880	0,831
Revisi Keyakinan	0,871	0,782
Persepsi Risiko	0,842	0,843
Ketidakpastian Lingkungan	0,808	0,777
Subyektifitas Pengembalian investasi	0,937	0,837

Sumber: Hasil Olahan Data

Tabel 4 : Indeks Kesesuaian *Structural Equation Model* (SEM)

Kriteria	Cut of Value	Hasil Perhitungan	Keterangan
<i>Chi-Square</i> (χ^2)	Diharapkan Kecil	134,00	χ^2 dengan df = 248 adalah 283
Significance of Probability	$\geq 0,05$	0,899	Diterima
RMSEA	$\leq 0,08$	0,000	Diterima
GFI	$\geq 0,90$	0,940	Diterima
AGFI	$\geq 0,90$	0,928	Diterima
CMIN/DF	$\leq 2,00$	0,540	Diterima
TLI	$\geq 0,95$	1,245	Diterima
CFI	$\geq 0,95$	1,000	Diterima

Sumber: Hasil Olahan AMOS

Uji Reliabilitas dan Validitas

Uji reliabilitas dilakukan dengan menghitung *cronbach alpha* dan dikatakan andal bila memiliki nilai lebih dari 0,60 (Nunnally, 1978). Nilai *cronbach alpha* instrumen berkisar antara 0,808 sampai dengan 0,937. Sedangkan uji validitas konstruk dilakukan faktor analisis dengan nilai MSA diatas 0,50 (Kaiser dan Rice, 1974). Nilai MSA penelitian ini berkisar antara 0,777 sampai dengan 0,843. Hasil uji reliabilitas dan validitas terdapat pada Tabel 3.

Uji Kesesuaian Model (*Goodness-of-fit Test*)

Hasil uji *Goodness-of-fit Test* terdapat pada Tabel 4 dan menunjukkan nilai *probability level* dari model adalah 0,899 diatas nilai

minimum yang disyaratkan yaitu 0,05. Nilai *Chi-Square*, RMSEA, GFI, AGFI, CMIN/DF, TLI, dan CFI yang diperoleh adalah 134; 0.00; 0.94; 0.93; 0.54; 1.245; dan 1.0. Secara umum disimpulkan model penelitian ini *fit* dan diterima.

PEMBAHASAN

Hasil analisis dengan program AMOS terdapat pada Tabel 5. Hasil ini menunjukkan setiap pengaruh antar variabel dari H₁, H₂, H₃, H₄, dan H₇ memberikan nilai probabilitas signifikansi (p) dibawah 0.05, sehingga hipotesis yang diuji signifikan diterima. Sedangkan H₅ dan H₆ mempunyai nilai signifikansi diatas 0.05 sehingga hipotesis yang diuji ditolak.

Tabel 5: Estimasi Parameter Model Struktural

Variabel	Estimate	S.E.	C.R.	Prob.	Hipotesis
Manfaat Informasi Akt → Revisi Keyakinan	0,9309	0,4148	2,2442	0,0248	H1 : Diterima
Manfaat Informasi Akt → Persepsi Resiko	2,2688	0,7492	3,0284	0,0025	H2 : Diterima
Manfaat Informasi Akt → Subyektifitas Pengembalian investasi	1,6599	4,5240	2,7984	0,0051	H3 : Diterima
Persepsi Resiko → Subyektifitas Pengembalian investasi	-4,4052	0,8088	-5,4463	0,0000	H4 : Diterima
Ketidakpastian Ling → Revisi Keyakinan	-0,2392	0,3167	-0,7552	0,4501	H5 : Ditolak
Ketidakpastian Ling → Subyektifitas Pengembalian investasi	-0,7288	0,5686	-1,2817	0,2000	H6 : Ditolak
Revisi Keyakinan → Subyektifitas Pengembalian investasi	0,4778	0,2377	2,0100	0,0444	H7 : Diterima

Sumber: Hasil Olahan AMOS

Pengujian Hipotesis 1

Manfaat informasi akuntansi berpengaruh positif terhadap revisi keyakinan dengan koefisien jalur sebesar 0.9309, nilai CR sebesar 2.244, dan nilai probabilitas signifikansi (p) sebesar 0,0248. Temuan studi menunjukkan analisis efek bersikap positif atas laporan keuangan perusahaan dan memanfaatkannya untuk analisis. Analisis efek mengetahui hasil analisis sehingga melakukan revisi keyakinan mengenai kinerja, prospek, dan *earning power* perusahaan di masa mendatang. Implikasinya, analisis efek melakukan keputusan pemilihan saham. Hal ini menunjukkan informasi akuntansi mempunyai kualitas dan kandungan informasi sehingga dapat dimengerti, relevan, dan andal bagi pengambilan keputusan. Analisis efek berperilaku profesional dalam analisis serta tidak salah dalam menilai dan menginterpretasikan informasi tersebut mempunyai nilai ekonomis. Sehingga, laporan keuangan memberikan manfaat bagi analisis efek. Dengan demikian, informasi memberikan kandungan informasi bagi analisis efek dan informasi akuntansi memiliki manfaat untuk pengambilan keputusan. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Beaver (1989), Barberis dan Thaler (2003), serta Stuerke (2005).

Pengujian Hipotesis 2

Manfaat informasi akuntansi berpengaruh positif terhadap persepsi risiko dengan koefisien jalur sebesar 2,2688, nilai CR sebesar 3.0284, dan nilai probabilitas signifikansi (p) sebesar 0,0025. Temuan studi menunjukkan analisis efek bersikap positif terhadap persepsi risiko perusahaan. Hal ini disebabkan informasi akuntansi mampu memberikan prediksi dan realisasi harapan analisis dalam menunjukkan prospek perusahaan dan keyakinan bahwa saham perusahaan berisiko. Prediktif risiko karena kondisi keuangan perusahaan mengkhawatirkan serta potensi terjadi bahaya. Interpretasi terhadap risiko maka terdapat pemahaman analisis efek untuk masing-masing saham emiten di pasar modal yang mengalami indikasi risiko sesuai dengan pandangan preferensi risiko pada *risk seeker*,

risk averter, dan *risk neutral*. Hasil studi menunjukkan bahwa secara rata-rata kondisi saham perusahaan diberikan persepsi berisiko. Temuan empirik ini mendukung hasil Koonce dkk. (2004), Capstaff (1992), Lee (1999), dan Beaver dkk. (1970).

Pengujian Hipotesis 3

Manfaat informasi akuntansi berpengaruh positif terhadap subyektifitas pengembalian investasi dengan koefisien jalur sebesar 1.6599, nilai CR sebesar 2.7984, dan nilai probabilitas signifikansi (p) sebesar 0.0051. Temuan studi ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi mempunyai kualitas relevan dan reliabel, kandungan informasi, dan manfaat dalam memberikan pengembalian investasi. Hal ini juga dipengaruhi oleh strategi dan tujuan investasi untuk maksimalisasi utilitas. Strategi investasi menunjukkan pengembalian investasi yang diinginkan oleh pelaku dan bervariasi antara pelaku yang satu dengan pelaku yang lain. Variasi ini disebabkan preferensi subyektifitas pengembalian investasi pelaku pasar. Berdasarkan manfaat informasi akuntansi, maka pelaku menyukai deviden. Preferensi pengembalian investasi dalam bentuk deviden tersebut dapat berubah karena keyakinan, pandangan orang lain, sikap pribadi, dan berbagai macam pertimbangan. Salah satu pertimbangan adalah informasi akuntansi dalam memberikan manfaat dan kandungan informasi kinerja terutama besarnya pengembalian investasi yang dijanjikan dan prospek emiten di masa datang. Pelaku yang mempunyai subyektifitas pengembalian investasi pada deviden menginginkan menerima keuntungan tersebut atas hasil kinerja emiten selama satu periode.

Pengujian Hipotesis 4

Persepsi risiko berpengaruh negatif terhadap subyektifitas pengembalian investasi dengan koefisien jalur sebesar -4.4052, nilai CR sebesar -5.4463, dan nilai probabilitas signifikansi (p) sebesar 0,000. Analisis efek merasakan saham merupakan instrumen berisiko yang rentan terhadap segala macam peristiwa dan informasi, serta dipandang se-

bagai sinyal *bad news* yang akan menurunkan nilai saham emiten karena menunjukkan kinerja dan prospek perusahaan berisiko, dan tidak bernilai ekonomis. Persepsi risiko merupakan potensi negatif dan bersifat *loss* yang terkandung dalam *account* laporan keuangan. *Account* tersebut mempunyai kandungan informasi dan bertitik tolak pada efisiensi pasar, informasi risiko akan tercermin pada perubahan harga saham. Perubahan harga saham memberikan pengembalian investasi serta kerugian. Hal ini dapat dinyatakan pengembalian investasi dan risiko mempunyai hubungan yang positif. Semakin besar risiko suatu sekuritas, semakin besar pengembalian investasi yang diharapkan, dan sebaliknya. Sehingga, sikap analisis efek terhadap risiko tergantung pada preferensi risiko. Implikasinya terdapat hubungan negatif antara risiko dengan pengembalian investasi yang menunjukkan sikap preferensi *risk averter*. Hasil ini sesuai dengan studi Fletcher (2000), Daniel dkk. (2001), serta Chen dan Steiner (1999).

Pengujian Hipotesis 5

Hasil pengujian menunjukkan ketidakpastian lingkungan tidak berpengaruh terhadap revisi keyakinan dengan arah negatif dengan koefisien jalur -0.2392, nilai CR sebesar -0.7552, dan nilai signifikansi (p) 0.4501. Hasil ini menunjukkan analisis efek yang mempersepsikan ketidakpastian lingkungan tinggi atau tidak dapat diprediksi secara akurat maka tidak mampu untuk merevisi keyakinan tentang saham perusahaan. Analisis efek bersikap negatif atas persepsi ketidakpastian lingkungan sehingga analisis tidak dapat memprediksi secara akurat lingkungan eksternal mereka. Ketidakpastian lingkungan yang tinggi berasal dari turbulensi ekonomi, kondisi politik negara, perubahan dan perkembangan teknologi informasi, kebijakan pemerintah, kondisi pasar keuangan, serta perubahan tingkat bunga yang merespon negatif. Analisis efek memahami bahwa situasi di atas disebabkan oleh aspek eksternal di luar kendalanya yang akan mempengaruhi seluruh mekanisme saham di Bursa Efek. Kondisi tersebut mem-

berikan ekspektasi negatif dengan beragam pandangan yang ekstrem pada seluruh pelaku pasar karena saham merupakan aktiva yang berisiko dan berada pada pasar yang berisiko. Proses ini menjadikan analisis efek bersikap bijaksana, pengendalian diri, dan *disjunction* terhadap keputusan investasi. Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Tim BEJ (1997), Luo (1999), serta Kim dan Lim (1988).

Pengujian Hipotesis 6

Hasil pengujian menunjukkan ketidakpastian lingkungan tidak berpengaruh secara negatif terhadap subjektifitas pengembalian investasi dengan koefisien jalur -0.7288, nilai CR sebesar -1.2817, dan nilai signifikansi 0.200. Analisis efek bersikap negatif atas persepsi ketidakpastian lingkungan karena analisis tidak dapat memprediksi secara akurat lingkungan eksternal mereka. Hasil ini menunjukkan analisis efek yang mempersepsikan ketidakpastian lingkungan tinggi atau tidak dapat diprediksi secara akurat maka tidak mampu untuk menghasilkan pengembalian investasi yang diinginkan secara subjektif. Saham merupakan aktiva yang berisiko dan investasi dalam saham perusahaan tergantung pada prospek dan kinerja perusahaan. Sehingga analisis efek akan memberikan cara untuk memegang saham dengan jangka waktu yang panjang. Proses ini akan menaikkan *value of the firms* dalam masa yang akan datang. Kenaikan *value of the firms* sangat tergantung pada aspek fundamental perusahaan bukan pada aspek teknikal dan lingkungan eksternal. Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Tim BEJ (1997), Luo (1999), Kim dan Lim (1988), Wahlund dan Gunnarsson (1996), Nagy dan Obenberger (1994), serta Antonides dan Van Der Sar (1989).

Pengujian Hipotesis 7

Hasil pengujian menunjukkan revisi keyakinan berpengaruh secara positif terhadap subjektifitas pengembalian investasi dengan koefisien jalur 0.4778, nilai CR sebesar 2.0100, dan nilai signifikansi 0.0400. Hasil ini menunjukkan analisis efek memiliki sikap posi-

tif terhadap revisi keyakinan yang tinggi akan melakukan analisis fundamental bahwa saham perusahaan memberikan prospek dan nilai ekonomis. Sehingga keyakinan awal direvisi berdasarkan prospek dan nilai ekonomis. Keyakinan menentukan perilaku pengambilan keputusan bagi analis efek untuk melakukan interpretasi sinyal informasi dan menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah sinyal tersebut sah dan dapat dipercaya. Sinyal informasi ditelaah dan diinterpretasikan melalui pemahaman analis efek sehingga merubah keyakinan sebelumnya (*anchor*) karena memberikan nilai ekonomis dan kandungan informasi terutama tentang *earning power* pada saat sekarang dan masa datang. Disamping itu, informasi tersebut tercermin dalam nilai perusahaan (*value of the firm*). Manifestasi nilai perusahaan tertuang dalam harga saham perusahaan sehingga mengakibatkan harga saham cenderung naik atau turun dalam transaksi perdagangan saham. Saham merupakan aktiva keuangan yang berisiko, maka analis efek menginginkan pengembalian investasi di atas pengembalian investasi aktiva bebas resiko. Hasil studi mendukung Franchis dan Schipper (1999), Hunton dan McEwen (1997), serta Hogart's dan Einhorn (2004).

Berdasarkan Tabel 6 tentang pengaruh tidak langsung persepsi risiko dan revisi keyakinan terhadap hubungan manfaat informasi akuntansi dengan subyektifitas pengembalian investasi menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung sebesar 1,5570 lebih besar dari pengaruh langsung sebesar 1,4736. Hal ini menunjukkan bahwa persepsi risiko dan revisi keyakinan akan memperkuat pengaruh manfaat informasi akuntansi terhadap subyektifitas pengembalian investasi. Hasil analisis membuktikan bahwa persepsi risiko dan revisi

keyakinan dapat memberikan peningkatan harapan pengembalian investasi berupa deviden sebagai prospek keuntungan di masa datang akibat kualitas, manfaat, dan kandungan informasi dalam memberikan nilai. Hal ini selaras dengan hasil studi Goodwin dkk. (1986), Barth dkk. (2001), Ball dan Brown (1968), Snelbecker dkk. (1990), Gordon (1962), Beaver (1989), Beaver dkk. (1979), serta Esterbrook (1984). Sedangkan pengaruh tidak langsung revisi keyakinan terhadap hubungan variabel ketidakpastian lingkungan dengan subyektifitas pengembalian investasi menunjukkan pengaruh yang lebih kecil daripada pengaruh langsung. Hal ini berarti dengan adanya revisi keyakinan sebagai variabel intervening akan memperlemah hubungan antara ketidakpastian lingkungan dengan subyektifitas pengembalian investasi. Hal ini terbukti bahwa tidak ada pengaruh dalam hubungan tersebut.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI

Simpulan

Temuan penelitian ini berhasil membuktikan dukungan terhadap hipotesis 1, 2, 3, 4, dan 7, serta menolak terhadap hipotesis 5 dan 6. Manfaat informasi akuntansi adalah faktor individu yang mempunyai pengaruh paling kuat, diikuti dengan revisi keyakinan kemudian persepsi risiko. Kerangka teori yang dikembangkan dalam penelitian ini untuk menguji niat analis efek dalam penilaian saham karena pertimbangan informasi akuntansi terbukti. Pemilihan saham tergantung pada perubahan harga saham yang merupakan refleksi seluruh informasi. Sehingga, analis efek merubah keyakinan dan keputusan, serta tindakan reposisi saham terpilih karena kandungan informasi akuntansi.

Tabel 6: Hubungan Tidak Langsung untuk Hipotesis 3 dan Hipotesis 6

Hubungan Variabel	Total Hubungan	Hubungan Langsung	Hubungan Tidak Langsung
Manfaat informasi akuntansi → Subyektifitas Pengembalian investasi	3,0306	1,4736	1,5570
Ketidakpastian Lingkungan → Subyektifitas Pengembalian investasi	- 0,1720	- 0,8487	0,6767

Sumber: Hasil Olahan AMOS

Makna temuan ini adalah analisis efek bersikap profesional dalam analisis informasi akuntansi untuk pengambilan keputusan ekonomi yang rasional. Analisis fundamental mencegah terjadinya proses spekulasi, penggunaan isu serta rumor yang menyesatkan. Hal ini membuktikan bahwa informasi akuntansi bersifat relevan, handal dan berguna bagi pengguna dengan memahami kebutuhan dan masalah keputusan yang dihadapi oleh pengguna. Disamping itu, analisis efek bersikap *disjunction* dalam menghadapi ketidakpastian lingkungan. Analisis efek menghindari pengambilan keputusan sampai mendapatkan informasi tambahan. Sehingga, analisis efek cenderung bersikap bijaksana, profesional dan risik averter.

Keterbatasan

Beberapa keterbatasan yang dirasakan mengganggu pada penelitian ini adalah: 1) Adanya kontribusi krisis keuangan global di Amerika Serikat dan Eropa yang mengganggu mekanisme operasional pasar modal dunia termasuk Bursa Efek Indonesia. Sehingga mengakibatkan pasar modal dalam keadaan *bearish*. Kondisi ini mengakibatkan ekspektasi pelaku menjadi pesimis dan bersikap sangat berisiko. Dengan mengambil alokasi waktu yang tepat pada kondisi pasar modal *bullish* diharapkan penelitian akan lebih baik. 2) Sampel penelitian terbatas pada analisis efek menyebabkan kurang bervariasinya persepsi dari sampel. Sifat homogen tersebut sangat mempengaruhi hasil penelitian. 3) Sangat sedikit pemahaman perilaku analisis efek dalam proses pengambilan keputusan dalam memberikan penjelasan mengapa analisis efek yang satu dengan analisis efek lainnya memiliki tingkat kecanggihan yang berbeda. Kemungkinan analisis efek dipengaruhi analisis lainnya dengan menggunakan pengetahuan dan informasi yang sama.

Implikasi

Penelitian yang akan datang diharapkan dapat memperbaiki keterbatasan-keterbatasan penelitian ini dengan mempertimbangkan beberapa faktor antara lain: 1)

Melakukan riset pada kondisi pasar modal dalam keadaan *bullish*. Hal ini akan dapat memberikan penjelasan yang komprehensif dan terstruktur mengenai sikap analisis efek. 2) Melakukan pengembangan model riset dengan induksi variabel seperti tekanan sosial, strategi investasi, analisa teknikal, *mental* investasi baik sebagai variabel intervening ataupun moderating dalam model revisi keyakinan. Variabel ini akan memberikan perilaku yang tepat karena bisa menjelaskan motif dan minat pelaku pasar berperilaku dalam revisi keyakinan investasi saham. 3) Perlunya sampel yang berbeda dari riset ini khususnya untuk variabel sikap dan implikasi tindakan. Disarankan untuk penelitian selanjutnya mengambil sampel investor individu, investor institusi, pialang, dan manajer investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, M. (2006). *Handbook of Contemporary Behavioral Economic: Foundation and Development*, John Wiley, New Jersey.
- Antonides, G. dan Van Der Sar, N.L. (1989). *Individual Expectations, Risk Perception And Preferences In Relation To Investment Decision Making*, The Social Science Research Network Electronic Paper Collection, <http://papers.ssrn.com/244281,pp.1-31>.
- Arbuckle, J. L. (1997). *Amos Users' Guide Version 3.6*, SmallWaters Corporation.
- Arrozi, M.F. (2006). "Manfaat Informasi Keuangan dalam Memprediksi Pengembalian Investasi Saham". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Teropong*, 1 (2), Mei.
- Arrozi, M.F. (2009). *Creative Accounting*, Working Paper, Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Ball, R. dan Brown, P. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Banker, R. S., dan Datar, D. (1993). "Complementarily of Prior Accounting

- Information: The Case of Stock Dividend Announcement.” *The Accounting Review*, 68 (January), 28-47.
- Barberis, N., dan Thaler, R. (2003), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science.
- Barth, M.E., Beaver, W.H. dan Landsman, W.R. (2001). “The Relevance of the Value Relevance for Accounting Policy Makers: Another View”. *Journal of Accounting and Economics*, 1-38.
- Beaver, W.H., Kettler, P., dan Scholes, M. (1970). „The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures” *The Accounting Review*, 6, 654 – 682.
- Beaver, W.H., (1989). *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Second Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.
- Beaver, W.H., R. Clarke, dan W.F., Wright, (1979). “The Association Between Unsystematic Security Return Pengembalian investasi and The Magnitude of Earnings Forecast Errors” *Journal of Accounting Research*, 316-340.
- BEJ. (1997). *Tingkat Pengenalan Terhadap Pasar Modal Pada 7 (tujuh) Ibukota Propinsi*, Jakarta : BEJ. Resource Productivity Center Marketing & Social Research.
- Campbell, J.A., dan Beranek, W. (1995). “Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates”. *Journal of Finance*, 10,425-429.
- Capstaff, J. (1992). “The Usefulness of UK Accounting and Market Data for Predicting the Perceived Risk Class of Securities”. *Accounting and Business Research*, 22, (87), 219-228.
- Chen, S., dan Hsu, K. (2005). *Perceived Usefulness of Annual Reports and Other Information*, Paper presented in the Research Forum Session at the annual meeting of the American Accounting Association, San Francisco.
- Chen, C. R. dan Steiner, T.L. (1990). „Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*. 34, 119-136.
- Daniel, K.D., Hirshleifer, D. dan Subrahmanyam, A. (2001). “Covariance Risk, Mispricing, and The Cross Section of Security Return.”, *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Easton, P.D., dan Zmijewski, M.E. (1989). “Cross Sectional Variation In The Stock-Market Response to Accounting Earnings Announcement.” *Journal of Accounting and Economics*, 117-141.
- Easterbrook, F.H. (2001). “Two Agency-Cost Explanation of Dividends”. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Epstein, M.J. (1975). *The Usefulness of Annual Reports to Corporate Shareholders*. Los Angeles Bureau of Business and Economic Research, California State University.
- Farrelly, G., Ferris, K., dan Reichenstein, W. (1985). „Perceived Risk, Market Risk and Accounting Determined Risk Measures”. *The Accounting Review*, 60, 278 – 288.
- Farid, H. dan Sudomo, S. (1998). *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*, Jakarta, Penerbit: PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ).
- Ferris, K. R., Hiramatsu, K., dan Kimoto, K. (1990). “Accounting Information and Investment Risk Perception in Japan.” *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1 (3), 232 – 243.

- Fletcher, J. (2000). "On The Conditional Relationship between Beta and Return in International Stock Return." *International Review of Financial Analysis*, 9 (3), 235 – 245.
- Francis, J. dan Schipper, K. (1999). "Have Financial Statements Lost Their Relevance?" *Journal of Accounting Research*, 37, 319–352.
- Goodwin, J., K.R.S., dan Ahmed, K. (1986). *The Relevance of Value*. The Social Science Research Network Electronic Paper Collection, <http://papers.ssrn.com/244261>, pp. 1-31.
- Gordon, L.A. dan Narayanan, V.K. (1984). "Management Accounting System: Perceived Environmental Uncertainty and Organization Structure: An Empirical Investigation." *Accounting, Organizations and Society*, 9, 33-47.
- Hair, J.,F., Jr., Anderson, R.E. Tatham, R.L dan Black, W.C (1998). *Multivariate Data Analysis With Readings*, Indiana: Macmilan Publishing Company.
- Hartono, J. (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 5, Yogyakarta: BPFE.
- Ho, S.S.M. dan Wong, K.S. (2004). "Investment Analysts Usage and Perceived Usefulness of Corporate Annual Reports." *Corporate Ownership and Control*, 1, 61-71.
- Hogart, R., dan Einhorn, H. (1992). "Order Effect in Belief Updating: The Belief-adjustment Model." *Cognitive Psychology*, 24(1), 1-55.
- Hunton, J.E. dan McEwen, R.A. (1997). "An Assesment Of The Relation Between Analyst' Earnings Forecast Accuracy, Motivational Incentives, and Cognitive Information Search Strategy." *The Accounting Review*, 65-77.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2007). *Standar Akuntansi Keuangan, per 1 September 2007*, Jakarta:Penerbit Salemba Empat.
- Imung, F.S. (2002). "Agar Danareksa Tak Seperti Enron." *Investor*, Edisi 59, 24 Juli – 6 Agustus 2002 .
- Investor. (2007). *Ekonomi 2007: Secercah Cahaya Ditengah Kabut*, Edisi 161, Jakarta.
- Jones, C.P, (2002). *Investments Analysis and Managements*, New York: John Wiley & Sons, Inc., 10th Edition.
- Kamus Besar Bahasa Indonesia. (1995). Tim Penyusun Kamus Pusat Bahasa, Jakarta: Balai_Pustaka"
- Kaiser, H.F, dan Rice, J. (1974). *Educational and Psychological Measurement*, 34, (I), P. 111-117.
- Kim, L., dan Lim, Y. (1988). "Environment, Generic Strategies, and Performance in a Rapidly Developing Country." *Academy of Management Journal*, 31, 802-827.
- Koonce, L. dan Molly, M.(2004). "Using Psychology Theory in Archival Financial Accounting Research". *Journal of Accounting Literature*, 175-190.
- Lee, C.M.C.(1999). "Accounting Based Valuation: Impact on Business Practices and Research." *Accounting Horizons* 13: 413-425.
- Lipe, M.G., (1999). "Individual Investors' Judgment And Investment Decisions: The Impact Of Accounting And Market Data." *Accounting, Organizations, and Society*, 23, (7), 625-640.
- Luo, Y. (1999). "Environment-Strategy-Performance Relation in Small Business in China: A Case of Township and Village Enterprises in Southern China." *Journal of Small Business Management*, January, 37-52.

- Markowitz, H.M. (1952). "Portofolio Selection." *Journal of Finance*, March, 77-91.
- Matlin, M.W. (1998). *Cognition*, Fourth Edition, Ganeseo, New York: Hancourt Brace College Publisher.
- Miliken, F.J. (1987). "Three Types of perceived Uncertainty About the Environment: State, Effect, and Response Uncertainty." *Academy of Management Review*, 12, (1), 133-143.
- Miles, R.E. dan Snow, C.C. (1978). *Organizational Strategy Structure and Process*. New York: McGraw-Hill.
- Nagy, R.A., dan Obenberger, R.W. (1994). "Factors Influencing Individual Investor Behavior." *Financial Analyst Journal*, 50 (4), July/Agt, 63-68.
- Nofsinger, J.R. (2005). *The Psychology of Investing*, Pearson Education, Second Ed., NJ: Upper Saddle River.
- Nunnally, J. C. (1978). *Psychometric Theory*, Hightstown, NJ: McGraw Hill, I.
- Ricciardi, Victor, (2007). *A Literature Review of Risk Perception Studies in Behavioral Finance: The Emerging Issues*, Presented at the 25th Annual meeting of The Society for The Advancement of Behavioral Economic (SABE) Conference, New York University, May 15-18, 2007.
- Robbins, S. P. (1996). *Perilaku Organisasi: Konsep, Kontroversi, Aplikasi, Edisi Bahasa Indonesia*, Jakarta: Penerbit PT. Prenhalindo.
- Scott, W.R. (2009). *Financial Accounting Theory*, 5rd ed, Toronto: Pearson Education Canada Inc.
- Selva, M. (1995). *Earnings and Stock Selection*, www.ssrn.com: GEL Classification:M41.
- Snelbecker, E. Glenn., Roszkowski J. Michael, dan Cutler, E. Neal, (1990). "Investors' Risk Tolerance and Risk Aspiration, and Financial Advisors' Interpretations : A Conceptual Model and Exploratory Data." *The Journal of Behavioral Economics*, 19 (4), 377 – 393.
- Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 2, *Qualitative Characteristic of accounting Information*. (1980). Publication Departmen FASB, Stamford, Connecticut.
- Stainbank, L, dan Peebles, C. (2006), "The Usefulness of Corporate Annual Reports in South Africa: Perceptions of Preparers and Us." *Meditari Accountancy Research*, 14 (1): 69-80.
- Wahlund, R. and Gunnarsson, J. (1996). "Mental Discounting and Financial Strategies." *Journal of Economic Psychology* 17, 709-730.
- Walgito, B.(1997). *Pengantar Psikologi Umum*, Yogyakarta: Andi Offset.
- Zamahsari, M. (1990), *Kebutuhan Informasi Pemodal Dalam Membeli Saham di Pasar Modal*, Info Pasar Modal, No. 3, Tahun I, April, Jakarta, hlm 9.