

# Relevansi Nilai Pengungkapan Risiko Likuiditas BUMN di Indonesia

*Full paper*

**Ira Geraldina**  
STIE Indonesia Banking School  
[Ira.geraldina@ibs.ac.id](mailto:Ira.geraldina@ibs.ac.id)

**Abstract:** *This study aims to examine the value relevance of risk liquidity disclosure of Indonesia listed state owned enterprises after Indonesia Statement of Financial Accounting Standard, Disclosure of Financial Instruments (Revised in 2010 and 2014). This study uses 20 Indonesia listed state owned enterprises during period of 2012-2017 or 115 firm years as final samples. Using panel data analysis, this study shows that risk liquidity disclosure is relevant information for investors in Indonesia stock exchange. Investors response differently on risk liquidity disclosure before and after the announcement windows period of financial reports. The main contribution of this is examining the value relevance of risk liquidity disclosure of Indonesia listed state owned enterprises.*

**Keywords:** *risk disclosure, liquidity risk, value relevance, state-owned enterprises.*

## 1. Pendahuluan

### 1.1 Latar Belakang

Salah satu tujuan penelitian mengenai relevansi nilai adalah memberikan bukti empiris sebagai sebuah sinyal dari sebuah sistem informasi akuntansi (Beaver, 2002). Sinyal tersebut menunjukkan bahwa informasi akuntansi digunakan oleh penggunanya dalam pengambilan keputusan. Dalam konteks studi pasar modal, informasi akuntansi dikatakan berguna apabila investor menggunakan informasi akuntansi dalam pengambilan keputusan investasi yang ditunjukkan oleh adanya pergerakan harga saham di pasar. Apabila informasi akuntansi yang diuji berkenaan dengan produk dari sebuah regulasi, maka sinyal tersebut juga dapat digunakan sebagai alat evaluasi mengenai manfaat regulasi tersebut bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Berkenaan dengan regulasi informasi akuntansi, studi mengenai relevansi nilai sering dikaitkan dengan penerapan standar akuntansi terbaru.

Pasca keputusan untuk mengadopsi secara penuh *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, Ikatan Akuntan Indonesia secara intensif mengikuti setiap perubahan IFRS, diantaranya mengenai pengungkapan instrumen keuangan. Pengungkapan mengenai instrumen keuangan diatur oleh PSAK 60 Tahun 2014 yang merevisi PSAK 60 Tahun 2010 yang diadopsi dari *IFRS 7: Financial Instruments Disclosures*. Terdapat beberapa perubahan mendasar mengenai regulasi pengungkapan instrumen keuangan, diantaranya mengenai pengungkapan

risiko likuiditas yang mewajibkan perusahaan untuk mengungkapkan mengenai analisis jatuh tempo untuk liabilitas keuangan perusahaan (aspek kuantitatif) dan kebijakan manajemen risiko likuiditas tersebut (kualitatif). Pengungkapan mengenai risiko likuiditas dan manajemen risiko likuiditas tersebut diharapkan dapat memberikan sinyal bagi investor mengenai risiko eksposur dari liabilitas keuangan yang dimiliki perusahaan, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi dengan tepat.

Studi mengenai relevansi nilai informasi akuntansi yang diantaranya menguji mengenai respon investor atas pengungkapan instrumen keuangan telah beberapa dilakukan (Ahmed, 2006; Venkatachalam, 1996). Hasil penelitian menunjukkan secara umum bahwa informasi akuntansi relevan bagi investor di pasar modal dan beberapa dapat meningkatkan kemampuan pasar dalam mengantisipasi laba masa depan. Venkatachalam (1996) menguji relevansi nilai pengungkapan instrumen derivatif pada bank, sedangkan Ahmed, Kilic, & Lobo (2006) menguji perbedaan relevansi nilai antara pengakuan dan pengungkapan instrumen derivatif di bank. Penelitian tersebut belum menguji mengenai relevansi nilai pengungkapan risiko likuiditas sebagai bentuk implementasi PSAK 60 mengenai pengungkapan instrumen keuangan.

Penelitian ini pada dasarnya bertujuan untuk menambahkan bukti empiris mengenai relevansi nilai informasi akuntansi bagi investor di pasar modal, khususnya mengenai pengungkapan risiko likuiditas pasca diberlakukannya PSAK 60 (Revisi 2010 dan 2014). PSAK 60 (Revisi 2010) berlaku efektif pada tanggal 1 Januari 2012, sedangkan PSAK 60 (Revisi 2014) berlaku efektif pada tanggal 1 Januari 2015. Tidak ada perubahan berarti dari revisi PSAK 60 tersebut terkait pengungkapan risiko likuiditas. Penelitian ini akan menggunakan sampel perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2017. BUMN dipilih dengan pertimbangan isu likuiditas perusahaan yang mungkin terpengaruh akibat kebijakan politik pemerintah yang menggunakan sumber daya keuangan BUMN untuk mendukung pembangunan infrastruktur pemerintah. Oleh karena itu, kontribusi sekaligus tujuan penelitian ini adalah menguji relevansi nilai pengungkapan risiko likuiditas pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2017. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai kegunaan pengungkapan risiko likuiditas BUMN di mata investor.

## 2. Teori dan Pengembangan Hipotesis

### 2.1 Pengungkapan Risiko dalam Perspektif Signaling Theory

*Signaling theory* pada dasarnya menjelaskan bagaimana individu atau kelompok berkomunikasi secara simbolik mengenai tindakan atau nilai yang memberikan benefit bagi kedua belah pihak (signaler dan observer) dengan mendemonstrasikan atribut yang terdapat dalam sinyal tersebut secara kredibel (Bird & Smith, 2005). Spence (1973) mengembangkan sebuah model yang secara eksplisit mendefinisikan signaling dan menjelaskan mengapa seseorang dapat dan menjadi tertarik dengan signaling tersebut dalam konteks pasar kerja.

Sinyal merupakan sejumlah karakteristik yang melekat secara individual (signaler) dan dapat dimanipulasi oleh dirinya sendiri. Untuk memanipulasi signal tersebut dibutuhkan biaya (signaling cost). Signaling cost memainkan peranan penting karena berhubungan dengan reputasi mengenai keandalan sinyal yang diberikan oleh pemberi kerja terkait dengan upah yang diharapkannya. Upah ekspektasian menjadi insentif utama bagi pelamar kerja ketika dan berusaha dicerminkan dalam sejumlah sinyal mengenai dirinya. Keseimbangan antara aplikasi (pelamar kerja) dan pemberi kerja terjadi apabila signal dapat ditangkap oleh pemberi kerja sehingga menimbulkan keyakinan subjektif untuk mempekerjakan pelamar tersebut.

*“I shall refer to observable, unalterable attributes as indices, reserving the term signals for those observable characteristics attaches to the individual that are subject to manipulation by him.” (Spence, 1973, pp. 357).*

Dalam konteks pengungkapan sukarela, pengungkapan memberikan sinyal informasi kepada investor mengenai nilai kekinian perusahaan. Menurut Healy & Palepu (2001), terdapat enam motivasi manajemen melakukan pengungkapan sukarela, yaitu: (i) *capital market transactions*; (ii) *corporate control contests*; (iii) *stock compensation*; (iv) *litigation*; (v) *proprietary costs*; dan (vi) *management talent signaling*. Di bawah ini diuraikan dua dari enam motivasi di atas yang relevan dengan topik penelitian ini, yaitu *capital market transactions hypothesis* dan *management talent signaling hypothesis*.

Berdasarkan *capital market transactions hypothesis*, persepsi investor terhadap perusahaan penting bagi manajer terutama pada saat perusahaan menerbitkan utang, saham, atau mengakuisisi perusahaan lain. Manajer, sebagai pihak yang memiliki informasi superior mengenai prospek perusahaan di masa mendatang termotivasi untuk mengungkapkan informasi secara sukarela untuk mengurangi asimetri informasi antara manajer dengan investor. Jika manajer tidak melakukan pengungkapan informasi relevan mengenai prospek perusahaan di masa depan, maka investor mengharapkan premium atas risiko informasi yang dihadapinya akibat masalah asimetri tersebut. Atas dasar itulah, manajer memiliki insentif

untuk menyediakan pengungkapan sukarela untuk mengurangi asimetri informasi, kemudian mengurangi biaya ekuitas ketika manajer melakukan transaksi di pasar modal.

Insentif yang serupa terjadi ketika manajer melakukan pengungkapan sukarela mengenai risiko perusahaan. Pengungkapan mengenai risiko perusahaan bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi antara manajer dengan investor mengenai risiko yang dikelola perusahaan, sehingga investor dapat mengantisipasi risiko dan prospek masa depan perusahaan dalam pengambilan keputusan investasinya. Karena investor memiliki informasi yang memadai mengenai risiko yang dikelola manajer, maka investor tidak akan menuntut premium atas risiko informasi yang dihadapinya, sehingga dapat menurunkan biaya ekuitas perusahaan.

Berdasarkan *management talent signaling hypothesis* menurut Trueman (1986) dalam Healy & Palepu (2001), nilai pasar perusahaan merupakan fungsi dari persepsi investor mengenai kemampuan manajer dalam mengantisipasi dan merespon perubahan lingkungan ekonomi masa depan. Hal ini memberi insentif bagi manajer untuk melakukan pengungkapan sukarela untuk membentuk persepsi investor mengenai kemampuannya mengantisipasi perubahan di masa depan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sesuai dengan argumentasi *management talent signaling hypothesis*, pengungkapan risiko memberikan signal bagi pasar bahwa perusahaan mampu menghadapi risiko tantangan perubahan di masa depan, sehingga tindakan manajer dalam mengelola risiko tidak lain bertujuan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## 2.2 Relevansi Nilai Pengungkapan Risiko Likuiditas pada BUMN

Pengujian relevansi nilai pada penelitian ini terbatas pada memberikan bukti empiris sebagai sebuah signal dari sebuah sistem informasi yang direspon investor di pasar modal (Beaver, 2002). Informasi yang relevan hanya mengasumsikan bahwa harga saham merefleksikan keyakinan konsensus dari investor seperti yang didokumentasikan oleh Ball & Brown (1968), sehingga penelitian relevansi nilai tidak mengharuskan asumsi efisiensi pasar (Barth, Beaver, & Landsman, 2001).

Oleh karena itu, pengungkapan risiko likuiditas dipandang merupakan informasi yang relevan bagi investor yang berguna dalam pengambilan keputusan investasi yang tercermin dalam pergerakan harga saham perusahaan (Barth et al. 2001; Holthausen & Watts, 2001). Yekini, Wisniewski, & Millo (2015) mendokumentasikan bahwa pengungkapan laporan tahunan yang memiliki intonasi narasi positif direspon positif oleh investor yang tercermin dalam hubungan yang positif signifikan antara variabel *Positiveness* dengan *Cumulative Abnormal Returns (CAR)*. Pada penelitian ini, pengungkapan risiko diukur dengan

menganalisis jumlah kalimat yang mengungkapkan risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan dan mitigasi risiko yang dilakukan perusahaan.

Perusahaan yang mengungkapkan risiko likuiditas dengan jumlah kalimat yang lebih banyak dapat menjadi sinyal “*goodnews*” bagi investor. Informasi tersebut digunakan investor untuk menilai risiko dan kemampuan manajer dalam mengelola risiko perusahaan yang berdampak pada kinerja perusahaan di masa depan. Penilaian investor tersebut dapat dijadikan investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Hal ini sejalan dengan *management talent signaling hypothesis*, bahwa pengungkapan risiko likuiditas memberikan signal bagi pasar bahwa perusahaan mampu menghadapi risiko tantangan perubahan di masa depan, sehingga tindakan manajer dalam mengelola risiko tidak lain bertujuan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan. Shin (2006) menduga pengungkapan risiko secara umum dipengaruhi oleh tingkat risk-aversion investor dan dampak ketidakpastiannya terhadap masa depan perusahaan. Informasi yang bersifat “*goodnews*” dapat menurunkan ekspektasi pasar mengenai volatilitas return jangka panjang. Perusahaan yang mengungkapkan risiko likuiditas dengan jumlah kalimat yang lebih banyak dapat menjadi sinyal “*badnews*” bagi investor. Informasi yang bersifat “*goodnews*” dapat meningkatkan ekspektasi pasar mengenai volatilitas return dengan segera. Hal ini sejalan dengan *capital market transactions hypothesis* Healy & Palepu (2001) yang menyatakan perusahaan memiliki insentif untuk melakukan pengungkapan informasi relevan mengenai prospek perusahaan di masa depan dalam rangka menurunkan asimetri informasi baik antara perusahaan dengan investor maupun antar investor. Dalam konteks pengungkapan risiko wajib, pengungkapan risiko likuiditas meningkatkan ekspektasi pasar mengenai volatilitas return dengan segera akibat penggunaan instrumen keuangan dan potensi kontinjensi berjalan perusahaan. Oleh kualitas pengungkapan risiko likuiditas dapat direspon positif atau negatif oleh investor tercermin pada pergerakan absolut *cumulative abnormal return* perusahaan Berdasarkan argumentasi tersebut, maka dirumuskan hipotesis penelitian sbb:

**H1.** *Pengungkapan risiko likuiditas berpengaruh terhadap absolut cumulative abnormal return perusahaan.*

### 3. Metode Penelitian

#### 3.1 Model dan Operasionalisasi Variabel Penelitian

Model penelitian pada persamaan 1 dibawah ini digunakan menjawab rumusan masalah sekaligus menguji hipotesis penelitian menyatakan pengungkapan risiko likuiditas berpengaruh terhadap *absolut cummlative abnormal return*. Model ini diadaptasi dari penelitian Yekini, Wisniewski, & Millo (2015) dan Wisniewski & Yekini (2015) yang menguji reaksi pasar atas narasi pengungkapan pada laporan tahunan.

$$|CAR_{(t1,t2)}|_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 LIQ\_RISK_{i,t} + \varphi_2 DEARNINGS_{i,t} + \varphi_3 SIZE_{i,t} + \varphi_4 MTB_{i,t} + \varphi_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Pernyataan statistik untuk Hipotesis 1, Ha:  $\varphi_1 \neq 0$ , sedangkan ekspektasi tanda koefisien untuk masing-masing variabel kontrol adalah sebagai berikut:  $\varphi_2 > 0$ ;  $\varphi_3 \neq 0$ ;  $\varphi_4 \neq 0$ ;  $\varphi_5 < 0$ .

#### 3.2 Variabel Terikat

Variabel terikat pada penelitian ini adalah *absolut cummlative abnormal return* selama periode peristiwa ( $|CAR_{(t1,t2)}|$ ). *Abnormal return* merupakan selisih return aktual dengan return ekspektasian seperti pada persamaan 2 di bawah ini:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad (2)$$

Dimana  $R_{i,t}$  adalah *return* perusahaan i pada hari t, sedangkan  $\hat{R}_{i,t}$  diperoleh setelah mengestimasi return harian perusahaan i ( $R_{i,t}$ ) terhadap *return* harian saham gabungan ( $R_{M,t}$ ) dengan periode estimasi selama 12 bulan yang berakhir pada hari terakhir bulan ketiga setelah periode berjalan berakhir seperti pada persamaan 3 di bawah ini. Rentang periode estimasi tersebut digunakan dengan mengikuti Ingram & Chewing (1983) dan Ettredge et.al (2005).

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

#### 3.3 Variabel Bebas dan Variabel Kontrol

Variabel bebas pada penelitian ini adalah pengungkapan risiko likuiditas (*LIQ\_RISK*), yaitu upaya perusahaan dalam mengungkapkan risiko gagal memenuhi kewajiban perusahaan tepat waktu. Variabel ini diukur variabel dummy, yang diberi nilai 1 jika jumlah kalimat yang mengungkapkan risiko likuiditas dan mitigasi risiko yang dilakukan perusahaan di atas nilai rerata jumlah kalimat pengungkapan risiko likuiditas sampel penelitian, dan diberi nilai 0 jika sebaliknya. Pengungkapan risiko likuiditas dapat menjadi sinyal “*goodnews*” atau “*badnews*”

bagi investor, maka pengungkapan risiko likuiditas diduga berpengaruh positif atau negatif terhadap *absolut cummlative abnormal return* selama periode peristiwa ( $|CAR_{(t1,t2)}|$ ).

Terdapat empat variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini, yaitu perubahan laba (*DEARNINGS*), ukuran perusahaan (*SIZE*), *market-to-book* (*MTB*), *leverage* (*LEV*), dan jenis industri (*IND*). Kempat variabel tersebut diduga turut berpengaruh terhadap *absolut cummlative abnormal return*.

*DEARNINGS* merupakan perubahan laba dari periode t-1 ke periode t, dikur dengan laba sebelum pos luar biasa pada periode t minus t-1, dideflasi dengan nilai pasar ekuitas bulan ketiga setelah periode t-1 berakhir. Perubahan laba yang positif merupakan goodnews bagi investor, sehingga akan direspon positif oleh investor (Wisniewski & Yekini, 2015; Yekini et.al, 2015). Oleh karena itu, variabel *DEARNINGS* diekspektasikan berpengaruh positif terhadap *absolut cummlative abnormal return* perusahaan.

*SIZE* merupakan ukuran perusahaan i pada tahun t. Variabel ini diukur dengan diukur dengan logaritma natural total aset perusahaan. Perusahaan yang lebih besar dipandang lebih stabil dan likuid, sehingga relatif direspon positif oleh investor dibandingkan perusahaan yang lebih kecil (Yekini et.al, 2015). Namun pada sisi lain, perusahaan yang lebih besar umumnya merupakan perusahaan multinasional yang terdiversifikasi tetapi ketersediaan informasi tentang perusahaan kurang memadai, sehingga investor negatif oleh investor (Wisniewski & Yekini, 2015). Oleh karena itu, sulit menentukan ekspektasi respon investor terhadap variabel *SIZE*.

*MTB* merupakan *market-to-book* perusahaan i pada tahun t yang mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan. Variabel ini diukur dengan rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas perusahaan. *Market-to-book* yang lebih tinggi mencerminkan ekspektasi pertumbuhan laba yang semakin tinggi, sehingga cenderung direspon positif oleh investor. Namun, pada sisi lain, perusahaan yang perutumbuhannya tinggi cenderung lebih berisiko, sehingga direspon negatif oleh investor (Lim & Tan, 2007). Oleh karena itu, sulit menentukan ekspektasi respon investor terhadap variabel *MTB*.

*LEV* merupakan tingkat *leverage* perusahaan i pada tahun t. Variabel ini diukur dengan rasio hutang jangka panjang dibagi total modal. Semakin tinggi *leverage* perusahaan, semakin tinggi risiko dan volatilitas perusahaan, sehingga cenderung direspon negatif oleh investor. Oleh karena itu, variabel *LEV* diekspektasikan berpengaruh negatif terhadap *absolut cummlative abnormal return* perusahaan.

## 4. Hasil Penelitian

### 4.1 Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan 115 sampel final dengan periode pengamatan selama tahun 2012-2017 seperti tampak pada Tabel 4.1. Periode penelitian dimulai tahun 2012 dengan pertimbangan pada tanggal 1 Januari 2012 merupakan tanggal efektif untuk penerapan PSAK No. 60 (Revisi 2010 dan 2014) mengenai pengungkapan instrumen keuangan yang salah satunya mengenai risiko likuiditas perusahaan.

Tabel 1 Proses Seleksi Sampel Penelitian

Proses Seleksi Sampel	Jumlah (Firm Years)
Jumlah BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2012-2017	117
Jumlah perusahaan yang datanya tidak lengkap	(2)
Jumlah Sampel Final	115

Sumber: data, diolah.

### 4.2 Statistik Deskriptif dan Korelasi Antar Variabel

Tabel 2 menyajikan nilai rerata, simpangan baku, minimum, dan maksimum variabel yang digunakan pada model penelitian. Nilai rerata *absolut cumulative abnormal returns* ( $|CAR|$ ) pada *event window* (0,0) merupakan nilai absolut rerata *abnormal return* perusahaan yang menunjukkan investor masih dapat memperoleh return absolut sebesar 1,4% dari pergerakan harga saham perusahaan pada tanggal pengumuman laporan keuangan. Perusahaan mengungkapkan risiko likuiditas dengan jumlah yang cukup tinggi hanya sebanyak 25 dari 115 perusahaan (21,74% sampel). Rerata pertumbuhan laba bernilai negatif 31,57% dan rerata leverage perusahaan sebesar 24,89%.

Tabel 2 Statistik Deskriptif Model Penelitian

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$ CAR _{(0,0)}$	115	.014132	.0127907	.000048	.0572174
$ CAR _{(-5,+1)}$	115	.0870028	.0425075	.0126966	.2295557
$ CAR _{(+1,+5)}$	115	.0979757	.0595314	.014723	.2900726
$ CAR _{(-5,+5)}$	115	.1724201	.0848689	.0273715	.5732761
LIQRISK	115	.2173913	.4142761	0	1
GEARNINGS	115	-.3157029	3.926331	-27.984	11.12223
SIZE	115	24.36371	1.72989	20.87294	27.74701
MTB	115	.0609567	.1540509	.0001882	.7543



LEV                      115                      .2489217                      .1692271                      0                      .6292

Variabel terikat penelitian ini adalah *absolut cumulative abnormal returns* ( $|CAR|$ ) dengan *event window* (0,0), (-5,0), (0,+5), dan (-5,+5) . Variabel bebas penelitian ini adalah pengungkapan risiko likuiditas yang diberi nilai 1 jika jumlah kalimat pengungkapan risiko likuiditas di atas nilai rerata sampel, dan 0 jika sebaliknya. Variabel kontrol terdiri atas: (i) Perubahan laba (GEARNINGS), diukur dengan pertumbuhan laba sebelum pos luar biasa; (ii) Ukuran perusahaan (SIZE) ; (iii) *Market-to-book* (MTB); dan (iv) Leverage (LEV).  
\*) \*\*) \*\*\*) sinifikan pada alpha 10%, 5%, atau 1%

Sumber: output statistik, diolah kembali

Tabel 3 menunjukkan korelasi antar variabel penelitian. Variabel pengungkapan risiko likuiditas (LIQRISK) berkorelasi negatif signifikan dengan *absolut cumulative abnormal return* periode peristiwa 5 hari setelah tanggal pengumuman laporan keuangan ( $|CAR|_{(+1,+5)}$ ). Selain itu variabel pengungkapan risiko likuiditas (LIQRISK) berkorelasi positif tetapi tidak signifikan dengan variabel *leverage*. Temuan ini memberikan indikasi awal yang menunjukkan kemungkinan pengungkapan risiko likuiditas direspon negatif oleh investor pasca pengumuman laporan keuangan yang dapat disebabkan oleh kenaikan eksposur risiko likuiditas yang timbul akibat *leverage* perusahaan.

Tabel 3 Korelasi Antar Variabel Penelitian

	$ CAR _{(0,0)}$	$ CAR _{(-5,-1)}$	$ CAR _{(+1,+5)}$	$ CAR _{(+5,+5)}$	LIQRISK	GEARNINGS	SIZE	MTB	LEV
$ CAR _{(0,0)}$	1.0000								
$ CAR _{(-5,-1)}$	0.3483*	1.0000							
$ CAR _{(+1,+5)}$	0.3039*	0.3269*	1.0000						
$ CAR _{(-5,+5)}$	0.2168*	0.6987*	0.8761*	1.0000					
LIQRISK	-0.1543	0.0247	-0.2361*	-0.1398	1.0000				
GEARNINGS	0.0788	0.0196	0.0798	0.0597	0.0425	1.0000			
SIZE	-0.0678	-0.2067*	-0.2925*	-0.3222*	0.5590*	0.0271	1.0000		
MTB	-0.0979	0.0552	-0.0095	0.0527	0.1572	0.3261*	0.2228*	1.0000	
LEV	-0.0884	-0.1345	-0.1199	-0.1477	0.1388	-0.4290*	0.4225*	0.0097	1.0000

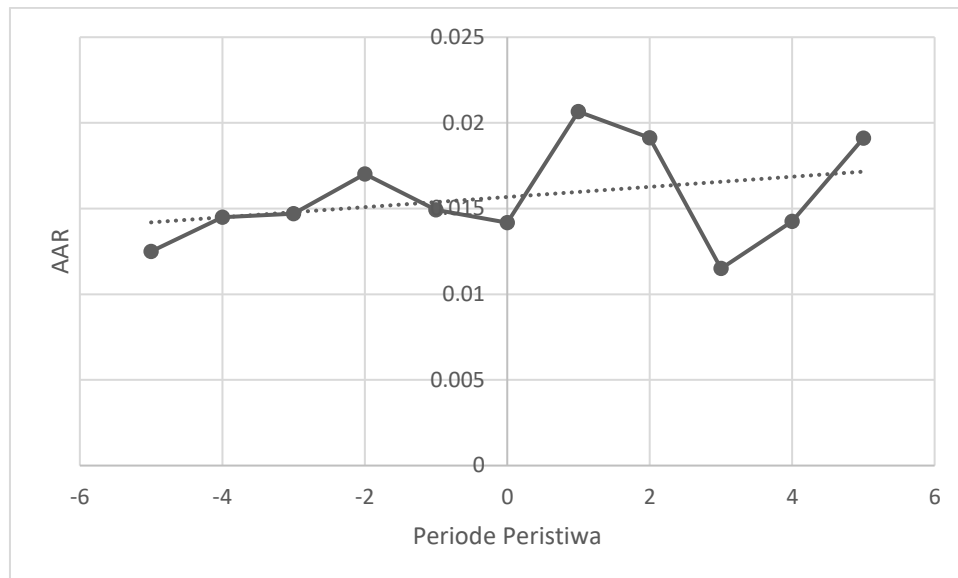
Variabel terikat penelitian ini adalah *absolut cumulative abnormal returns* ( $|CAR|$ ) dengan *event window* (0,0), (-5,0), (0,+5), dan (-5,+5) . Variabel bebas penelitian ini adalah pengungkapan risiko likuiditas yang diberi nilai 1 jika jumlah kalimat pengungkapan risiko likuiditas di atas nilai rerata sampel, dan 0 jika sebaliknya. Variabel kontrol terdiri atas: (i) Perubahan laba (GEARNINGS), diukur dengan pertumbuhan laba sebelum pos luar biasa; (ii) Ukuran perusahaan (SIZE) ; (iii) *Market-to-book* (MTB); dan (iv) Leverage (LEV).

\*) \*\*) \*\*\*) sinifikan pada alpha 10%, 5%, atau 1%

Sumber: Output statistik, diolah kembali

### 4.3 Respon Investor Terhadap Pengungkapan Risiko Likuiditas BUMN

Grafik 1 di bawah ini mengilustrasikan pergerakan rerata *absolut abnormal return* selama periode peristiwa dari rentang periode 5 hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman laporan tahunan yang di dalamnya terdapat pengungkapan risiko likuiditas BUMN.



Grafik 1 Pergerakan Rerata *Absolut Abnormal Return*

Sumber: data, diolah

Grafik 1 menunjukkan terdapat pergerakan nilai rerata *absolut abnormal return* (AAR) yang mencolok dari periode 5 hari sebelum dan 5 sesudah tanggal pengumuman. Pergerakan nilai rerata AAR mulai rentang periode peristiwa H-5 sampai H0 relatif lebih flat dibandingkan dengan rentang periode peristiwa H0 sampai H+5. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan rentang periode peristiwa (0,0), (-5,-1), (1,+5) dan (-5,+5) untuk menganalisis respon investor pada seputar tanggal pengungkapan risiko likuiditas perusahaan.

Tabel 3 merupakan hasil estimasi model penelitian yang diestimasi dengan pendekatan *robust standar error unbalanced panel* (Hoechle, 2007) untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas yang terdeteksi melalui pengujian Uji *White*.

Tabel 4 Hasil Estimasi Model Penelitian

$$|CAR_{(t1,t2)}|_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 LIQRISK_{i,t} + \varphi_2 GEARNINGS_{i,t} + \varphi_3 SIZE_{i,t} + \varphi_4 MTB_{i,t} + \varphi_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variabel	Ekspektasi	ABSCAR (0,0)			ABSCAR (-5,-1)			ABSCAR (1,5)			ABSCAR (-5,5)		
		(1)	(2)	(3)	(4)								
Bebas	Tanda	Coef.	t	Prob.	Coef.	t	Prob.	Coef.	t	Prob.	Coef.	t	Prob.
_cons	+/-	.0007494	0.04	0.965	.2788035	3.86	0.000***	.3071044	3.52	0.001***	.6247701	3.99	0.000***
LIQRISK	+/-	-.0056454	-1.70	0.093*	.0200811	1.82	0.072*	-.0161237	-1.67	0.097*	.0104542	0.62	0.176
GEARNINGS	+	.0002536	2.06	0.021**	.000049	0.07	0.476	.0012673	1.74	0.042**	.0011791	0.93	0.353
SIZE	+/-	.0006928	0.96	0.164	-.008058	-2.58	0.011**	-.0085194	-2.31	0.023**	-.018892	-2.86	0.005***
MTB	+/-	-.0076086	-1.38	0.170	.0269355	0.98	0.330	.0233991	0.79	0.434	.0708249	1.35	0.181
LEV	-	-.0069303	-1.07	0.144	-.0059061	-0.21	0.418	.0036702	0.11	0.456	.0068727	0.14	0.443
F Prob.				0.0472			0.0702			0.0045			0.0390
R-squared				0.0451			0.0813			0.1038			0.1250
Adj. R-squared				0.0013			0.0391			0.0626			0.0848
Jumlah pengamatan				115			115			115			115

Variabel terikat penelitian ini adalah *absolut cumulative abnormal returns* (|CAR|) dengan *event window* (0,0), (-5,0), (0,+5), dan (-5,+5). Variabel bebas penelitian ini adalah pengungkapan risiko likuiditas yang diberi nilai 1 jika jumlah kalimat pengungkapan risiko likuiditas di atas nilai rerata sampel, dan 0 jika sebaliknya. Variabel kontrol terdiri atas: (i) Perubahan laba (GEARNINGS), diukur dengan pertumbuhan laba sebelum pos luar biasa; (ii) Ukuran perusahaan (SIZE); (iii) *Market-to-book* (MTB); dan (iv) Leverage (LEV).

\*) \*\*) (\*\*\*) signifikan pada alpha 10%, 5%, atau 1%

Sumber: output statistik, diolah kembali

Tabel 4 menunjukkan uji F keempat hasil estimasi bernilai signifikan dengan nilai probabilitas F ( $\chi^2$ ) berada di bawah alpha 1-5%. Adapun nilai Adj.  $R^2$  berada pada kisaran 0,13%-8,48%. Hasil uji t menunjukkan bahwa pengungkapan risiko likuiditas (LIQRISK) berpengaruh positif signifikan terhadap *absolut cumulative abnormal returns* (|CAR|) pada rentang periode peristiwa 5 hari sebelum tanggal pengumuman, namun berpengaruh negatif signifikan terhadap *absolut cumulative abnormal returns* (|CAR|) pada saat tanggal pengumuman dan rentang periode peristiwa 5 hari setelah tanggal pengumuman. Adapun pada rentang periode peristiwa 5 hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman, pengungkapan risiko likuiditas (LIQRISK) tidak berpengaruh signifikan terhadap *absolut cumulative abnormal returns* (|CAR|). Dengan demikian, hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa pengungkapan risiko likuiditas berpengaruh terhadap *absolut cumulative abnormal returns* tidak dapat ditolak pada periode tanggal pengumuman, pada rentang periode peristiwa 5 hari sebelum, dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi bahwa pengungkapan risiko likuiditas merupakan informasi yang relevan bagi investor yang berguna dalam pengambilan keputusan investasi yang tercermin dalam harga saham perusahaan (Barthel *al.* 2001; Holthausen & Watts, 2001). Sebelum tanggal pengumuman, investor masih merespon positif informasi mengenai risiko likuiditas BUMN. Informasi mengenai risiko likuiditas yang diperoleh selain dari laporan keuangan perusahaan, masih menjadi sinyal “*goodnews*” bagi investor, kemungkinan karena investor masih memandang bahwa perusahaan mampu menghadapi risiko tantangan perubahan di masa depan, sehingga tindakan manajer dalam mengelola risiko tidak lain bertujuan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan. Shin (2006) menduga pengungkapan risiko secara umum dipengaruhi oleh tingkat *risk-aversion* investor dan dampak ketidakpastiannya terhadap masa depan perusahaan. Informasi yang bersifat “*goodnews*” dapat menurunkan ekspektasi pasar mengenai volatilitas *return* jangka panjang. Namun, pada saat tanggal pengumuman laporan keuangan dan selama 5 hari setelah pengumuman laporan keuangan, respon investor atas informasi risiko likuiditas BUMN berubah menjadi negatif. Informasi risiko likuiditas dengan jumlah kalimat yang diungkapkan perusahaan mengandung sinyal “*badnews*” bagi investor, sehingga meningkatkan ekspektasi pasar mengenai volatilitas *return* dengan segera. Hal ini tidak dengan *capital market transactions hypothesis* (Healy & Palepu, 2001).

Pengungkapan risiko likuiditas meningkatkan ekspektasi pasar mengenai volatilitas *return* dengan segera akibat penggunaan instrumen keuangan pada periode berjalan. Terdapat dua kemungkinan yang dapat menjelaskan temuan tersebut. Pertama, setelah mempelajari pengungkapan risiko likuiditas yang terdapat pada laporan keuangan, investor kurang yakin

mengenai upaya mitigasi yang dilakukan perusahaan untuk mengatasi risiko likuiditas BUMN. Kedua, hasil penelitian ini menunjukkan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap absolut *cumulative abnormal return* perusahaan. Jika dilihat dari nilai rerata *leverage* sebesar 24,89%, investor masih bersikap netral terhadap nilai *leverage* yang mendekati nilai 30%. Penelitian ini menggunakan total hutang jangka panjang dibagi total ekuitas untuk menghitung *leverage* perusahaan yang nilainya jauh lebih rendah dari rerata komposisi total hutang terhadap total ekuitas (DER) sebesar 2,9. Pengungkapan risiko likuiditas yang dilakukan perusahaan kurang membantu menjelaskan mengenai mitigasi eksposur risiko likuiditas tersebut, sehingga direspon negatif oleh investor.

Dari keempat variabel kontrol, hanya pertumbuhan laba (GEARINGS) dan ukuran perusahaan (SIZE) yang direspon investor. Pertumbuhan laba direspon positif oleh investor pada saat peristiwa pengumuman laporan keuangan dan selama rentang peristiwa 5 hari setelah tanggal pengumuman. Temuan ini menunjukkan investor hanya mengandalkan laporan keuangan yang resmi disampaikan ke bursa untuk memperoleh informasi pertumbuhan laba perusahaan. Adapun ukuran perusahaan konsisten direspon negatif oleh investor baik pada rentang peristiwa H (-1,-5), H (1+5), maupun H (-5,+5), sedangkan pada peristiwa tanggal pengumuman, investor tidak bereaksi atas ukuran perusahaan. Investor masih memandang perusahaan yang lebih besar yang umumnya merupakan perusahaan multinasional yang terdiversifikasi dan kompleks, sehingga ketersediaan informasi tentang perusahaan kurang memadai, sehingga investor negatif oleh investor (Wisniewski & Yekini, 2015).

## 5. Simpulan, Implikasi, dan Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji relevansi nilai informasi akuntansi bagi investor di pasar modal, khususnya mengenai pengungkapan risiko likuiditas pasca diberlakukannya PSAK 60 (Revisi 2010 dan 2014). Hasil penelitian menunjukkan pengungkapan risiko likuiditas merupakan informasi yang relevan bagi investor yang digunakan dalam pengambilan keputusan investasi investor di pasar modal.

Terdapat perbedaan respon investor mengenai informasi risiko likuiditas perusahaan pada periode sebelum dan sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan. Investor merespon positif informasi risiko likuiditas perusahaan pada rentang peristiwa H (-5, -1) atau 5 hari sebelum tanggal pengumuman laporan keuangan. Sebaliknya, investor merespon negatif informasi risiko likuiditas perusahaan pada tanggal pengumuman laporan keuangan H (0,0) dan 5 hari setelah tanggal pengumuman laporan keuangan H (1, +5). Perubahan respon tersebut

kemungkinan terjadi karena terdapat perubahan persepsi investor mengenai risiko likuiditas perusahaan setelah membaca laporan keuangan perusahaan.

Penelitian ini memiliki implikasi bagi perusahaan agar meningkatkan kualitas pengungkapan risiko likuiditas agar memberikan pemahaman yang memadai, sehingga menurunkan asimetri informasi antara perusahaan dengan investor. Salah satu cara meningkatkan kualitas pengungkapannya adalah dengan memperjelas mitigasi risiko likuiditas perusahaan dan dampak eksposur risiko yang akan dihadapi perusahaan di kemudian hari. Bagi investor, pengungkapan risiko likuiditas dapat menjadi informasi relevan dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan diantaranya: (i) tidak menguji seberapa besar dampak pengungkapan risiko likuiditas dalam meningkatkan keinformatifan laba perusahaan; (ii) tidak menguji kemungkinan perbedaan respon investor atas pengungkapan risiko likuiditas sebelum dan sesudah diberlakukan PSAK 60 (Revisi 2010 dan 2014). Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat menguji kedua hal tersebut.

## Referensi

- Ahmed, A. S., Kilic, E., & Lobo, G. J. (2006). Does recognition versus disclosure matter? Evidence from value relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments. *The Accounting Review* Vol. 81 , 567-588.
- Al-Akra, M., & Ali, M. J. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan. *J. Account. Public Policy*, 31, 533–549.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* , 159-177.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77–104.
- Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review* , 453-474.
- Dimitropoulos, P. E., Asteriou, D., & Koumanakos, E. (2010). The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry: Evidence from the Greek banking sector. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 26 , 290–303.
- Duh, R. R., Hsu, W.-h., & Alves, P. A. (2012). The impact of IAS 39 on the risk-relevance of earnings volatility: Evidence from foreign banks cross-listed in the USA. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 8 , 23–38.
- Ettredge, M. L., Kwon, S. Y., Smith, D. B., & Zarowin, P. A. (2005). The impact of SFAS No. 131 business segment data on the market's ability to anticipate future earnings. *The Accounting Review* Vol. 80 , 773-804.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometric* (4th, International Edition ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hair, J. J., Black, W. C., & Babin, B. J. (2010). *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective* (7th ed.). New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 , 405–440.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3–75.
- Hung, M. (2001). Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. *Journal of Accounting and Economic* 30 , 401-420.

- Kothari, S. (2001). Capital market research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 , 105-231.
- Nelson, K. K. (1996). Fair value accounting for commercial banks: An Empirical Analysis of SFAF No. 107. *The Accounting Review* Vol. 71 , 161-182.
- Papadamou, S., & Tzivinikos, T. (2013). The risk relevance of International Financial Reporting Standards: Evidence from Greek banks. *International Review of Financial Analysis*, 27, 43–54.
- Shin, H. S. (2006). Disclosure Risk and Price Drift. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 2, 351-379.
- Teets, W. R., & Wasley, C. E. (1996). Estimating earnings response coefficients:. *Journal of Accounting and Economics* 21 , 279-295.
- Uddin, M. H., & Hassan, M. K. (2011). Corporate risk information in annual reports and stock price behavior in the United Arab Emirates. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 15 (No. 1), 59-84.
- Venkatachalam, M. (1996). Value-relevance of banks' derivatives disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 22 , 327 355.