

ISSN : 1412-5331

MAJALAH ILMIAH  
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SEMARANG

# S O L U S I

Vol. 9 No. 1 Januari 2010

Perbedaan Penggunaan *Discriminant Function* dengan  
*Multivariate Analysis of Variance (MANOVA)* dan  
Penerapannya dalam Ilmu Ekonomi  
*Dyah Nirmala Arum Janie*

Pengaruh ROA, EPS, *Current Ratio*, DER dan Inflasi terhadap  
*Return Saham* (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur  
di BEI Periode Tahun 2006-2008)  
*Widyani Anik, Dian Indriana T.L.*

Pentingnya Kelengkapan Pengungkapan dalam Laporan Keuangan  
*Ardiani Ika S*

Pengaruh *Procedural Justice* dan *Distributive Justice* terhadap  
Tingkat Eskalasi Komitmen dalam Penganggaran Modal dengan  
*Self Esteem* sebagai Variabel Intervening (Studi Eksperimen)  
*Andi Irfan*

Aplikasi Konsep Dasar Permintaan Pasar terhadap Pemasaran Produk  
(Studi Kasus Pemasaran Produk Televisi VCD)  
*Edy Suryawardana*

Identifikasi Indikator Penilaian Kinerja Karyawan untuk  
Menyusun Anggaran Berbasis Kinerja (Studi di Universitas  
Jenderal Soedirman dalam Rangka Perubahan Status menjadi  
Badan Layanan Umum 2010)  
*Irianing Suparlinah, Puji Lestari*

Analisis Pengaruh Dana Alokasi Umum (DAU) dan  
Pendapatan Asli Daerah (PAD) terhadap Belanja Pemerintah Daerah  
Kabupaten/Kota di Propinsi Jawa Tengah  
*Unun Dian Anggraeni, Yohanes Suhardjo*

Efisiensi Market dan Implikasinya  
*Dian Indriana T.L.*

Upaya Mempertahankan UMKM di Tengah Persaingan CAFTA  
*Evi Nurhidayati, Andy Kridasusila*

Kebijakan Perdagangan Internasional Indonesia Menghadapi ACFTA  
*Dian Prawitasari*

## SOLUSI

Mengkaji masalah-masalah sosial, ekonomi dan bisnis  
Terbitan 3 bulan sekali  
(Januari, April, Juli, Oktober)

**Penerbit :**  
**Fakultas Ekonomi Universitas Semarang**

**Pelindung :**  
**Rektor Universitas Semarang**

**Penanggungjawab .**  
**Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Semarang**

**Dewan redaksi :**  
**Prof. Dr. Pahlawansjah Harahap, SE, ME (USM)**  
**Prof. Dr. Imam Ghozali M.Com, Hons.Akt (UNDIP)**  
**Prof. Supramono SE, MBA, DBA(UKSW)**  
**Prof. Dr. Dra. Sulastris ME. M.kom (UNISRI)**  
**Dr. Ir. Kesi Widjajanti SE MM (USM)**

**Redaktur Pelaksana :**  
**Andy Kridasusila SE MM**  
**Ardiani Ika S., SE MM Akt**  
**Adijati Utaminingsih SE MM**

**Sekretaris Redaksi :**  
**Amerti Irvin Widowati SE MSi Akt**

**Tata Usaha :**  
**Ali Arifin**

**Alamat Penerbit/Redaksi :**  
**Jl. Soekarno Hatta (Tlogosari)**  
**Telp. (024) 6702757, Fax. (024) 6702272**  
**SEMARANG – 50196**

Terbit Pertama kali : Juli 2002

## KATA PENGANTAR

Sungguh merupakan kebahagiaan tersendiri bagi kami, tatkala kami dapat hadir rutin setiap 3 bulan sekali untuk saling bertukar pikiran mengenai hal-hal baru di bidang ilmu ekonomi baik manajemen, akuntansi maupun studi pembangunan.

Pada kesempatan ini kami mengucapkan banyak terima kasih kepada pembaca, pengirim artikel yang antusias untuk melakukan tukar pikiran dan berkomunikasi melalui media ini. Sekiranya hal ini dapat dipertahankan, maka selain kehadiran kami akan selalu dapat terlaksana dengan tepat waktu dan artikel yang beragam, wawasan pembaca juga akan semakin luas.

Penerbitan majalah ilmiah SOLUSI kali ini menghadirkan 10 (sepuluh) artikel yang telah kami anggap layak untuk diterbitkan, dengan harapan artikel-artikel ini dapat menjadi tambahan referensi bagi para pembaca dan menjadi sumbangan kami terhadap dunia ilmu pengetahuan khususnya bidang ilmu ekonomi bagi pengembangan organisasi swasta maupun institusi pemerintahan Negara Republik Indonesia.

Hormat kami,

Redaksi

## SOLUSI

Vol. 9 No. 1 Januari 2010

ISSN : 1412-5331

### DAFTAR ISI

1. Perbedaan Penggunaan *Discriminant Function* dengan *Multivariate Analysis of Variance* (MANOVA) dan Penerapannya dalam Ilmu Ekonomi .....  
*Dyah Nirmala Arum Janie* 1 - 12
2. Pengaruh ROA, EPS, *Current Ratio*, DER dan Inflasi terhadap *Return Saham* (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di BEI Periode Tahun 2006-2008)  
*Widyani Anik, Dian Indriana T.L.* 13 - 28
3. Pentingnya Kelengkapan Pengungkapan dalam Laporan Keuangan .....  
*Ardiani Ika S* 29 - 40
4. Pengaruh *Procedural Justice* dan *Distributive Justice* terhadap Tingkat Eskalasi Komitmen dalam Penganggaran Modal dengan *Self Esteem* sebagai Variabel Intervening (Studi Eksperimen) .....  
*Andi Irfan* 41 - 47
5. Aplikasi Konsep Dasar Permintaan Pasar terhadap Pemasaran Produk (Studi Kasus Pemasaran Produk Televisi VCD) .....  
*Eay Suryawardana* 49 - 56
6. Identifikasi Indikator Penilaian Kinerja Karyawan untuk Menyusun Anggaran Berbasis Kinerja (Studi di Universitas Jenderal Soedirman dalam Rangka Perubahan Status menjadi Badan Layanan Umum 2010) .....  
*Irianing Suparlinah, Puji Lestari* 57 - 68
7. Analisis Pengaruh Dana Alokasi Umum (DAU) dan Pendapatan Asli Daerah (PAD) terhadap Belanja Pemerintah Daerah Kabupaten/Kota di Propinsi Jawa Tengah .....  
*Unun Dian Anggraeni, Yohanes Suhardjo* 69 - 81
8. Efisiensi Market dan Implikasinya .....  
*Dian Indriana T.L.* 83 - 93
9. Upaya Mempertahankan UMKM di Tengah Persaingan CAFTA .....  
*Evi Nurhidayati, Andy Kridasusila* 95 - 101
10. Kebijakan Perdagangan Internasional Indonesia Menghadapi ACFTA .....  
*Dian Prawitasari* 103 - 108

### PEDOMAN PENULISAN NASKAH

## Efisiensi Market dan Implikasinya

Oleh :

Dian Indriana T.L.

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Semarang

### Pendahuluan

Teori pasar saham efisien memprediksikan bahwa harga-harga saham sebagai hasil dari interaksi ini memiliki karakteristik yang menarik. Intinya, harga-harga saham tersebut “tepat dalam mencerminkan” pengetahuan kolektif dan kemampuan pengolahan informasi para investor. Efisiensi pasar saham menimbulkan implikasi-implikasi penting bagi akuntansi keuangan. Satu implikasinya adalah efisiensi tersebut berkaitan langsung dengan konsep publikasian lengkap. Efisiensi berarti bahwa isi informasi dari laporan, bukan bentuk laporan, yang dinilai oleh pasar. Jadi, informasi dapat dirilis secara gampangnya lewat catatan dan laporan pelengkap seperti dalam laporan-laporan keuangan sebagaimana mestinya. Teori ini juga mempengaruhi cara akuntan dalam mempertimbangkan pelaporan tentang resiko perusahaan.

Menurut teori pasar saham efisien, informasi akuntansi dianggap bersaing dengan sumber-sumber informasi lain seperti media pemberitaan, analisis keuangan, dan bahkan harga pasar itu sendiri. Sebagai sumber informasi bagi investor, informasi akuntansi hanya bisa bertahan jika relevan, dapat diandalkan, tepat waktu, dan efektif-biaya, dibandingkan dengan sumber-sumber informasi lain.

Teori pasar saham efisien juga mengingatkan kita tentang alasan teoritis utama bagi keberadaan akuntansi itu sendiri, yaitu asimetri informasi. Saat beberapa partisipan pasar mengetahui lebih banyak informasi dari partisipan lain, timbul tekanan untuk menemukan mekanisme-mekanisme agar partisipan yang memiliki informasi, bilamana berkehendak, dapat secara kredibel menyampaikan informasi tersebut kepada partisipan lain, dan agar partisipan yang lemah informasi dapat melindungi diri mereka dari kemungkinan eksploitasi oleh partisipan yang memiliki informasi. Contoh dari eksploitasi ini misalnya adalah *insider trading*.

Dengan demikian kita dapat memandang akuntansi sebagai mekanisme untuk membantu penyampaian informasi yang relevan dari dalam perusahaan keluar. Selain untuk membantu investor mengambil keputusan-keputusan yang lebih baik, mekanisme ini memiliki keuntungan sosial melalui peningkatan operasional pasar-pasar saham.

Dan terakhir, perlu ditekankan bahwa efisiensi adalah model tentang bagaimana pasar saham beroperasi. Seperti halnya model/teori lain, teori efisiensi tidak dapat menjelaskan secara penuh kekompleksan pasar saham. Bahkan, akhir-akhir ini makin banyak pertanyaan yang muncul tentang apakah investor bersikap rasional seperti yang diasumsikan oleh teori ini.

### Definisi Efisiensi Market

Dalam beberapa penelitian dijelaskan karakteristik-karakteristik harga pasar saham-saham yang diperdagangkan, dan bagaimana harga-harga tersebut dipengaruhi oleh informasi baru.

Jika informasinya bisa diperoleh dengan bebas, jelas investor akan mengambil keuntungan dari informasi tersebut, investor pasti ingin tahu situasi apa yang terealisasi, karena ini akan mempengaruhi arus kas dan dividen perusahaan di masa datang. Asumsinya, informasi bisa diperoleh dengan bebas dalam kondisi-kondisi ideal karena realisasi suatu situasi akan terlihat secara luas. Jadi, semua investor akan menggunakan informasi tersebut, dan proses arbitrase menjamin agar nilai pasar perusahaan akan ikut menyesuaikan untuk mencerminkan revisi perkiraan arus kas yang dihasilkan.

Sayangnya, informasi tersebut tidak bisa diperoleh secara bebas dalam kondisi-kondisi non-ideal. Investor harus membuat estimasi-estimasi subyektif mereka sendiri tentang dividen, arus kas, dan profitabilitas masa depan perusahaan. Selain itu, estimasi-estimasi tersebut perlu direvisi saat muncul informasi-informasi baru. Oleh karena itu, tiap-tiap investor menghadapi tarik-ulur antara cost versus benefit berkaitan dengan berapa banyak informasi yang harus didapatkan. Ada banyak sumber informasi yang relevan seperti publikasi keuangan, saran dan tips dari rekan dan sahabat, perubahan kondisi ekonomi, saran dari analis dan pialang, dll. Jadi disini investor selalu merevisi estimasi

subyektif kemungkinan situasi yang mereka buat saat mereka mendapatkan informasi baru. Maka sumber utama informasi yang hemat-biaya adalah laporan tahunan perusahaan.

Ada beberapa definisi untuk pasar saham efisien. Definisi yang digunakan Scott adalah versi yang semi-kuat.

*Pasar saham yang efisien adalah pasar dimana harga-harga saham yang diperdagangkan di pasar selalu "tepat dalam mencerminkan" semua informasi tentang saham-saham tersebut yang dipublikasikan secara luas.*

Ada tiga poin penting yang perlu diperhatikan. Pertama, harga-harga pasar efisien dalam kaitannya dengan informasi yang dipublikasikan luas. Jadi, definisi ini tidak menihilkan kemungkinan adanya informasi dalam. Investor yang memiliki informasi dalam, pada efeknya, tahu lebih banyak dibandingkan pasar. Jika mereka hendak mengambil keuntungan dari informasi dalam tersebut, maka insider investor ini bisa memperoleh eksek profit untuk investasi-investasi mereka. Ini karena harga-harga pasar untuk investasi-investasi tersebut, yang hanya mencerminkan informasi luar atau informasi yang dipublikasikan umum, tidak memperhitungkan pengetahuan yang dimiliki insider investor.

Poin kedua adalah bahwa efisiensi pasar merupakan konsep yang bersifat relatif. Pasar disebut efisien relatif terhadap stok informasi yang dipublikasikan secara luas. Dalam definisi ini tidak disebutkan bahwa pasar bersifat mahatahu dan bahwa harga-harga pasar selalu mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya. Jadi jelas bahwa harga-harga pasar bisa saja keliru bila ada informasi dalam.

Namun definisi ini mengindikasikan bahwa bila ada informasi baru atau koreksi informasi yang dipublikasikan, maka harga pasar akan segera menyesuaikan dengan informasi baru tersebut. Akibatnya, perkiraan hasil dan resiko untuk portofolio mereka akan berubah dan mereka akan memasuki pasar untuk memulihkan tarik-ulur risk/return optimal mereka. Keputusan-keputusan jual-dan-beli yang diambil investor akan cepat mengubah harga-harga saham untuk merefleksikan informasi baru.

Ketiga, berinvestasi adalah *fair game* jika pasar efisien. Artinya, investor tidak bisa berharap meraup eksek hasil untuk saham, atau portofolio saham, melebihi perkiraan hasil normal untuk saham atau portofolio tersebut, dimana perkiraan hasil normal tersebut sudah termasuk memperhitungkan resiko. Satu cara untuk mendapatkan patokan hasil normal adalah dengan menggunakan model *capital asset pricing*.

Implikasi dari efisiensi pasar saham adalah harga pasar suatu saham akan mengalami fluktuasi secara acak seiring dengan waktu. Artinya, tidak ada korelasi serial hasil-hasil saham. Jika tidak ada berita-berita lanjutan dan harga saham perusahaan tersebut terus naik selama beberapa hari ke depan, maka ini menunjukkan adanya ketidakefisienan pasar. Penyebab fluktuasi acak harga saham adalah karena segala sesuatu tentang perusahaan yang dapat diperkirakan, seperti karakteristik bisnis yang bersifat musiman, adanya kepala eksekutif yang pensiun, atau perkiraan profit untuk suatu kontrak besar, oleh pasar yang efisien akan direfleksikan secara tepat dalam harga saham perusahaan segera setelah perkiraan tersebut terbentuk. Artinya, perkiraan pasar tentang efek dari suatu event pada nilai perusahaan rata-rata tidak terbias. Satu-satunya alasan harga mengalami perubahan adalah jika muncul informasi relevan yang tak terduga. Event-event yang tak terduga ini muncul secara acak. Contohnya, suatu malapetaka bisa mengubah perkiraan profit untuk suatu kontrak, dan harga saham akan segera merespon untuk merefleksikan event acak ini. Jadi, bila kita cermati runtu waktu yang dibentuk oleh rentetan perubahan harga untuk suatu saham tertentu, rentetan perubahan harga tersebut akan berfluktuasi secara acak seiring dengan waktu menurut teori efisiensi pasar. Rentetan waktu yang menunjukkan pola yang tidak berkorelasi serial ini kadang disebut sebagai "*random walk*".

### Hubungan Harga Saham dengan Informasi

Dalam penelitiannya Beaver [1989] berkaitan dengan pemrediksian hasil-hasil pertandingan sepak bola.

Untuk menerapkan contoh ini dalam konteks pasar saham, kita anggap para forecaster tersebut sebagai investor-investor saham dan prediksi-prediksinya sebagai berbagai keputusan jual/beli yang diambil investor-investor tersebut. Prediksi umum pertandingan analog dengan harga pasar, karena berupa rata-rata dari keputusan-keputusan prediksi berbagai individu.

Pola dasar dibalik contoh ini tidak sulit untuk dipahami. Jelas bahwa perbedaan-perbedaan kemampuan prediksi para individu forecaster menjadi dapat diabaikan saat terbentuk konsensus atau prediksi umum, menghasilkan "harga pasar" yang memiliki kemampuan lebih baik dari semua partisipan pasar.

Pada dasarnya, apa yang diperlukan adalah tidak terbiasnya estimasi-estimasi para investor terhadap nilai saham. Artinya, pasar secara sistematis tidak salah menafsirkan implikasi-implikasi dari penilaian stok informasi, melainkan membuat estimasi nilai-nilai saham yang pada umumnya tepat atau tidak terbias. Ini bukan berarti bahwa investor selalu benar, tapi maksudnya adalah bahwa pada umumnya pasar menggunakan semua informasi yang tersedia.

Untuk melihat bagaimana pasar bersikap demikian, ingat argumen kami diatas yang berasal dari Fama [1970], bahwa saat ada "cukup banyak" investor yang dapat mengeksploitasi penuh semua informasi yang tersedia, maka ini cukup untuk menghasilkan efisiensi. Contohnya, analis keuangan dan investor-investor institusional mungkin cukup mahir dalam mengevaluasi nilai saham, dan saat investor-investor lain mengikuti rekomendasi mereka, harga-harga yang dihasilkan secara tepat akan merefleksikan informasi yang tersedia tentang saham-saham tersebut.

Perlu ditekankan bahwa argumen diatas berasumsi bahwa masing-masing keputusan bersifat independen, sehingga pengaruh perbedaan-perbedaan individu pada harga saham dihilangkan. Begitu pula jika investor menunjukkan bias kolektif dalam hal reaksi mereka terhadap informasi baru tentang perusahaan, maka harga saham yang dihasilkan menjadi terbias. Contohnya, suatu perusahaan melaporkan pola pendapatan laba akuntansi yang meningkat. Jika investor memperkirakan pertumbuhan laba tersebut akan terus berlanjut di masa mendatang hanya berdasarkan pertumbuhan laba sebelumnya, maka akan terjadi momentum harga saham. Sehingga harga-harga saham akan "terlalu tinggi", yang dipicu oleh kenaikan harga sebelumnya dan bukan oleh evaluasi informasi secara rasional oleh investor-investor independen.

#### **Implikasi-implikasi Efisiensi Market**

Pengkajian awal implikasi-implikasi pasar saham efisien pada pelaporan keuangan muncul dalam artikel buah tulisan W. H. Beaver, "*What Should Be the FASB's Objectives?*" [1973]. Disini, kami akan merangkum argumen Beaver tersebut.

Menurut Beaver, implikasi utama adalah kebijakan-kebijakan akuntansi yang digunakan perusahaan tidak mempengaruhi harga-harga saham mereka, sepanjang kebijakan-kebijakan tersebut tidak menimbulkan efek arus kas yang berbeda, kebijakan yang digunakan dijabarkan, dan dilengkapi dengan informasi yang cukup agar pembaca dapat mengubahnya dalam format kebijakan yang berbeda. Jadi, Beaver menganggap perbedaan-perbedaan akuntansi seperti pilihan metode amortisasi perusahaan, akuntansi untuk kewajiban pajak yang akan datang, dan pendekatan *full-cost versus successful-efforts*. Kebijakan yang dipilih akan mempengaruhi pendapatan bersih yang dilaporkan, tetapi tidak berdampak langsung pada dividen dan arus kas mendatang. Khususnya, besarnya pajak pendapatan yang harus dibayar perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi yang digunakan karena departemen pajak memiliki caranya sendiri untuk menghitung pemasukan dan pengeluaran, lepas dari cara perusahaan membukukannya. Jika investor tertarik pada dividen dan arus kas mendatang serta dampaknya pada nilai saham, dan jika pilihan kebijakan akuntansi yang berbeda tidak berpengaruh langsung pada variabel-variabel ini, maka apapun kebijakan akuntansi yang dipilih perusahaan tidak akan menjadi masalah.

Jadi, argumen pasar saham yang efisien adalah bahwa sepanjang perusahaan menjabarkan kebijakan akuntansi yang mereka gunakan, dan melengkapinya dengan informasi yang dibutuhkan untuk mengubahnya dari satu metode akuntansi ke metode lain, maka investor akan dapat membuat perhitungan mereka sendiri untuk mencermati perbedaan-perbedaan pendapatan bersih yang dilaporkan. Artinya, pasar dapat melihat secara transparan implikasi-implikasi dividen dan arus kas apapun kebijakan akuntansi yang digunakan dalam pembuatan laporan.

Jadi menurut kami pelaporan secara lengkap juga mencakup penjabaran kebijakan akuntansi yang digunakan perusahaan. Hal ini bisa dikenali oleh para perumus standar-baku. Contohnya, *CICA Handbook*, paragraf 1505.04, menyebutkan:

*Deskripsi yang jelas dan ringkas tentang kebijakan akuntansi signifikan perusahaan perlu disertakan sebagai bagian integral dari laporan keuangan.*

Implikasi kedua adalah pasar saham yang efisien terkait erat dengan pelaporan/penjabaran lengkap. Jika manajemen perusahaan memiliki informasi yang relevan tentang perusahaan dan jika informasi ini dapat diungkapkan dengan sedikit atau tanpa biaya, maka manajemen harus mengungkapkan informasi tersebut secara tepat waktu kecuali jika ada kepastian bahwa informasi tersebut sudah diketahui oleh para investor dari sumber-sumber lain. Secara umum, manajemen harus mengembangkan dan melaporkan informasi tentang perusahaan sepanjang keuntungannya bagi para investor lebih besar dari kerugiannya. Alasannya ada dua. Pertama, efisiensi pasar menyiratkan bahwa investor akan menggunakan semua informasi yang tersedia karena mereka berusaha untuk meningkatkan keakuratan prediksi-prediksi mereka tentang hasil yang akan datang, sehingga informasi tambahan tidak akan "disia-siakan". Kedua, semakin banyak informasi yang dipublikasikan perusahaan tentang situasi dirinya, semakin banyak pula informasi tentang perusahaan yang tersedia secara umum. Oleh karenanya, keyakinan investor terhadap pasar saham juga akan meningkat.

Ketiga, informasi laporan keuangan tidak perlu dipresentasikan dengan sangat sederhana agar semua orang dapat memahaminya. Alasannya sebenarnya cukup sederhana: jika cukup banyak investor memahami informasi yang dilaporkan, maka ini sudah cukup untuk memastikan agar harga pasar untuk saham perusahaan akan sama dengan seandainya semua investor memahami isi informasi tersebut. Ini karena investor yang memang paham dengan informasi keuangan akan mengambil keputusan jual/beli berdasarkan informasi tersebut, dan ini akan menggerakkan harga pasar ke tingkat efisien. Selain itu, investor yang tidak memahami informasi (disebut investor yang kurang berpengalaman/naif) dapat menyewa jasa orang lain [seperti analis keuangan atau manajer dana investasi] untuk menafsirkan informasi keuangan bagi mereka, atau mereka juga bisa meniru aksi jual/beli investor yang lebih berpengalaman. Akibatnya, keunggulan informasi yang dimiliki oleh investor-investor berpengalaman akan segera tersebar. Dengan kata lain, investor-investor naif dapat mempercayai pasar yang efisien untuk memberi harga saham-saham agar mereka selalu merefleksikan semua informasi yang diketahui luas tentang perusahaan yang menerbitkan informasi tersebut, meskipun investor-investor ini mungkin tidak memiliki pengetahuan dan pemahaman yang lengkap. Kondisi ini adalah kondisi dimana investor mendapat proteksi-harga dari pasar efisien.

Semenjak artikel Beaver diterbitkan, para akuntan mulai menyadari ternyata ada banyak alasan untuk memperdagangkan saham. Contohnya, beberapa investor mungkin mengambil keputusan yang rasional dengan mengandalkan pada harga pasar sebagai indikator yang baik untuk hasil yang akan datang, ketimbang mengeluarkan biaya untuk mencari/mengolah informasi. Investor-investor lain mungkin berdagang karena alasan-alasan diluar portofolio – barangkali mereka lagi butuh uang. Implikasi terakhir adalah bahwa akuntan bersaing dengan penyedia-penyedia informasi lain, seperti analis keuangan, media, laporan-laporan yang diterbitkan perusahaan, dlsb. Jadi, jika akuntan tidak menyediakan informasi yang bermanfaat dan hemat-biaya, maka seiring dengan waktu kegunaan fungsi akuntansi akan mengalami penurunan saat sumber-sumber informasi lain mulai mengambil alih fungsi akuntansi – akuntan tidak memiliki hak intrinsik untuk survive dalam pasar informasi yang kompetitif ini.

Artikel Beaver diterbitkan tahun 1973. Jadi artikelnya lebih dulu terbit dari SFAC 1 [yang terbit tahun 1978] dan SFAC 2 [1980]. Akan tetapi, artikelnya menjadi contoh yang baik tentang antusiasme awal teoriwan-teoriwan akuntansi terhadap pasar-pasar saham yang efisien. Artikel tersebut juga menyoroti tipe pola pikir berorientasi-disclosure yang mendorong dibuatnya pernyataan resmi kriteria manfaat oleh FASB dalam SFAC 1.

Investor-investor yang unggul-informasi selalu berusaha untuk mendapatkan dan mengolah informasi dalam membuat keputusan-keputusan jual/beli.

Akan tetapi, menurut definisi efisiensi pasar, semua informasi yang tersedia luas sudah tercermin dalam harga pasar. Artinya, harga pasar sudah sepenuhnya informatif. Contoh, sebuah aturan keputusan sederhana adalah membeli dan mempertahankan sebuah portofolio investasi, perubahan komposisinya hanya bila pertukaran resiko/laba dari portofolio tersebut diluar jalur.

Maka, ketidakkonsistenan logika adalah bahwa bila harga sepenuhnya mencerminkan informasi yang ada, tidak ada motivasi bagi para investor untuk mendapatkan informasi; maka, harga akan tidak sepenuhnya mencerminkan informasi yang ada. Berbicara secara teknik, permasalahan di sini adalah bahwa harga keseimbangan yang stabil tidak ada, seperti ditunjukkan oleh Grossman (1976).

Hal ini secara potensial merupakan implikasi serius bagi teori akuntansi, karena kurangnya keseimbangan menjadikannya problematik apakah informasi laporan keuangan itu bermanfaat atau tidak bagi para investor. Hal itu juga berlawanan dengan apa yang kami amati. Namun, ada jalan keluar yang mudah dari ketidakkonsistenan ini. Yaitu mengetahui bahwa ada sumber-sumber permintaan dan penawaran lain bagi sekuritas dibandingkan keputusan beli/jual dari para investor yang paham secara rasional. Contoh, orang mungkin membeli atau menjual sekuritas karena berbagai alasan yang tak terduga – mereka mungkin memutuskan untuk pensiun dini, mereka mungkin membutuhkan uang dsb. Orang-orang semacam itu disebut *liquidity traders* atau *noise traders*. Keputusan beli/jual mereka akan mempengaruhi harga pasar dari sebuah sekuritas, tetapi keputusan itu muncul secara acak – keputusan tersebut tidak didasarkan atas evaluasi rasional atas informasi yang relevan.

Untuk mengilustrasikan bagaimana harga pasar dipengaruhi oleh adanya *noise trading*, misalkan bahwa seorang investor rasional mengamati harga dari sebuah sekuritas itu lebih tinggi daripada yang dia perkirakan berdasarkan pada semua informasi yang saat ini dimiliki oleh investor tersebut. Sekarang, para investor kami tahu bahwa para investor lain yang rasional juga memiliki informasi mereka sendiri tentang sekuritas tersebut dan bahwa informasi ini mungkin lebih menguntungkan. Namun, para investor kami juga mengetahui bahwa harga sekuritas yang lebih tinggi dari prakiraan mungkin hanya karena *noise trading*. Mungkin seseorang sementara waktu telah menginvestasikan banyak dana dalam portofolio sekuritas yang dipilih secara acak, termasuk sekuritas yang dimaksud. Bila demikian, para investor kami tidak akan ingin meningkatkan ekspektasinya atas nilai sekuritas tersebut. Para investor sekarang memiliki insentif untuk meningkatkan ketepatan dari keyakinan mereka dengan pengumpulan lebih banyak informasi. Bila mereka dapat mencari penjelasan manakah itu yang tepat, ini dapat dengan cepat diubah menjadi peluang investasi yang menguntungkan. Upaya dari para investor untuk melakukan hal ini kemudian akan mendorong harga saham ke arah nilai efisiennya. Misal, paling tidak beberapa dari informasi tambahan tersebut akan muncul dari analisis atas laporan keuangan.

Ketika para investor berperilaku seperti yang dijelaskan itu, mereka dikatakan memiliki *rational expectations*. Harga-harga sekuritas dikatakan bersifat *partially informative* dalam kehadiran *noise trading* dan *rational expectations*. Perhatikan bahwa harga pasar masih efisien dalam kehadiran *noise trading*, tetapi dalam pengertian *expected value*, karena *noise* memiliki ekspektasi nol. Yaitu, investor menduga bahwa harga pasar dari sebuah sekuritas sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia secara umum, tetapi investigasi lebih lanjut mungkin mengungkapkan bahwa hal itu tidak benar.

Penelitian memprediksi bahwa harga sekuritas merespon lebih sedikit terhadap informasi laporan keuangan bagi perusahaan besar dibandingkan bagi perusahaan kecil. Contoh, manajemen mungkin memiliki informasi dalam yang membuatnya percaya perusahaan itu *undervalued*. Untuk mengoreksi ini, manajemen mungkin terlibat dalam *voluntary disclosure*, yaitu, pengungkapan informasi di luar prasyarat minimal dari GAAP dan standar pelaporan lainnya. Pengungkapan semacam itu dapat memiliki kredibilitas, bahkan bila diaudit, karena liabilitas legal menerapkan disiplin pada keputusan pelaporan manajer. Sayangnya, ada keterbatasan pada *voluntary disclosure*, tidak hanya karena sistem legal mungkin tidak mampu sepenuhnya menegakkan kredibilitas tetapi karena manajemen akan tidak ingin untuk mengungkapkan informasi yang akan menghilangkan keunggulan kompetitif. Analisis-analisis semacam itu mungkin mengidentifikasi *mispricing* dan dengan cepat dialihkan menjadi keputusan investasi yang menguntungkan.

Juga, peningkatan dalam kualitas informasi laporan keuangan, hal-hal yang lain tetap, seharusnya membuat investor meningkatkan penggunaan mereka atas informasi laporan keuangan relatif terhadap harga. Misal, prasyarat oleh *Ontario Securities Commission* (OSC) bahwa perusahaan menyertakan analisis dan keputusan manajemen (MD&A) dalam laporan tahunan mereka dan Pasal 4250 dari *CICA Handbook* yang terkait dengan informasi keuangan berorientasi-masa depan (FOFI) mungkin meningkatkan reaksi harga pasar terhadap laporan tahunan. Laporan tahunan seharusnya memiliki bobot informasi yang lebih tinggi dengan MD&A dan/atau FOFI relatif terhadap bobot informasi yang ada sebelumnya dari harga pasar. Kami menyimpulkan bahwa istilah "*properly reflect*" dalam definisi pasar sekuritas yang efisien harus dijabarkan secara hati-hati. Hal itu bukan berarti bahwa harga sekuritas itu sepenuhnya informatif berkaitan dengan informasi yang ada

pada semua poin dalam waktu. Bahkan, bila memang demikian, hal ini akan memiliki implikasi yang berlawanan bagi kegunaan laporan keuangan.

Menurut penelitian Fama & French (1995) dengan judul *Size and Book-to-Market Factors in Earning and Return* menyatakan perilaku saham dikaitkan dengan size (ekuitas pasar) dan rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas (BE/ME), yang tetap konsisten dengan perilaku earning. Dia menegaskan bahwa pembentukan berbagai portfolio untuk menggambarkan faktor resiko yang berkaitan dengan size dan BE/ME akan menjelaskan secara tepat variasi dalam return saham yang dijelaskan oleh suatu pasar portofolio. BE/ME tinggi akan memberikan signal earning yang rendah sehingga kurang profitable begitu pula sebaliknya jika BE/ME rendah maka earning tinggi. Size juga berhubungan dengan profitabilitas dengan mengontrol BE/ME saham-saham perusahaan kecil cenderung memiliki earning on book equity yang lebih rendah hal itu disebabkan tingkat profitabilitas yang rendah.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Fama & French (1996) berjudul *The CAPM is Wanted, Dead or Live* menyatakan bahwa hubungan expected return dengan  $\beta$  (menambahkan faktor size) adalah positif. Selain itu ada model lain menurut Ross (1976) mengenai APT yang lebih baik dalam menjelaskan average return.

### **Capital Aset Pricing Model (CAPM)**

Persamaan atau model dalam efisiensi market digunakan capital aset pricing model yang dikemukakan oleh Sharpe-Lintner (Sharpe, 1964; Lintner, 1965).

Tahap-tahapnya :

- 1) Tentukan  $R_{jt}$ , tingkat laba bersih atas saham perusahaan j untuk periode waktu t, sebagai:

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} + D_{jt} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} = \frac{P_{jt} + D_{jt}}{P_{j,t-1}} - 1$$

dimana

$P_{jt}$  adalah harga pasar dari saham perusahaan j di akhir periode t

$D_{jt}$  adalah deviden yang dibayarkan oleh perusahaan j selama periode t

$P_{j,t-1}$  adalah harga pasar dari saham perusahaan j di awal periode t

- 2) mendefinisikan *gross rate of return* sebagai  $1 + R_{jt}$ , dimana:

$$1 + R_{jt} = \frac{P_{jt} + D_{jt}}{P_{j,t-1}}$$

Karena satu-satunya perbedaan antara dua konsep tingkat laba/return tersebut adalah 1, kita dapat menggunakannya secara bergantian. Pada kenyataannya, untuk menyesuaikan terhadap praktek umum, kita biasanya akan mengacu pada *net* maupun *gross rate of return* sebagai hanya *returns*.

Kita dapat menganggap *returns* sebagai *ex post* ataupun *ex ante*. *Ex post*, kita ada di penghujung periode t dan melihat kembali perhitungan *returns* yang benar-benar direalisasikan selama periode tersebut.

- 3) kita dapat berdiri di awal periode t dan mengasumsikan *ex ante* atau *returns* yang diperkirakan sebagai:

$$E(R_{jt}) = \frac{E(P_{jt} + D_{jt})}{P_{j,t-1}} - 1 \quad (\text{pers. 1})$$

Maka, *return* yang diperkirakan untuk periode t didasarkan pada harga yang diperkirakan di akhir periode ditambah deviden apapun yang diperkirakan selama periode itu, dibagi oleh harga periode-awal.

Maka, CAPM Sharpe-Lintner menunjukkan bahwa:

$$E(R_{jt}) = R_f(1 - \beta_j) + \beta_j E(R_{Mt}) \quad (\text{pers. 2})$$

Dimana  $\beta_j$  adalah beta dari saham j dan  $R_{Mt}$  adalah *return* pada portofolio pasar untuk periode t.

Perhatikan bahwa model itu ada dalam bentuk *return* pasar yang *diperkirakan*. Persamaan 2 menyatakan bahwa pada awal periode t *return* yang diperkirakan untuk periode itu sama dengan sebuah konstanta  $R_f(1 - \beta_j)$  ditambah sebuah konstanta lain  $\beta_j$  kali *return* yang diperkirakan pada portofolio pasar tersebut.

Tidak sulit untuk mengetahui intuisi dari model tersebut. Karena para investor yang rasional akan sepenuhnya mendiversifikasi kapan biaya transaksi nol, satu-satunya ukuran resiko dalam rumus

itu adalah  $\beta_j$ . Resiko spesifik-perusahaan tidak mempengaruhi harga saham karena resiko itu hilang dalam portofolio yang sepenuhnya didiversifikasi. Perhatikan pula bahwa makin tinggi  $\beta_j$  makin tinggi *return* yang diperkirakan. hal-hal lain sama. Hal ini sesuai dengan penghindaran resiko, karena para investor yang menghindari resiko akan memerlukan *return* yang diperkirakan lebih tinggi untuk mengkompensasi resiko yang lebih tinggi.

Perhatikan juga peran dari harga pasar saat ini  $P_{j,t-1}$  dalam model tersebut. *return* yang diharapkan oleh pasar atas saham  $j$  untuk periode  $t$ , yaitu,  $E(R_{jt})$  adalah fungsi hanya dari  $R_f$ ,  $R_{Mt}$ , dan  $\beta_j$ . Dalam Persamaan 1, mengingat harga akhir periode yang diperkirakan  $P_{jt}$  dan deviden  $D_{jt}$ , kita melihat bahwa  $P_{j,t-1}$  dalam denominator akan menyesuaikan sehingga sisi kanan dari Persamaan 4.1 sama dengan  $E(R_{jt})$ . Maka, harga saat ini dari sebuah saham akan menyesuaikan sehingga *return* yang diperkirakan sama dengan *return* yang diminta oleh pasar untuk saham itu.

Kita sekarang dapat melihat bagaimana informasi baru mempengaruhi harga saham perusahaan  $j$ . Misalkan bahwa pada waktu  $t-1$  beberapa informasi spesifik-perusahaan yang baru muncul yang meningkatkan ekspektasi investor atas  $P_{jt}$  (dan mungkin juga atas  $D_{jt}$ ), tanpa mempengaruhi  $R_f$ ,  $\beta_j$  atau  $E(R_{Mt})$ . Hal ini akan mengeluarkan Persamaan 4.1 dari keseimbangan, karena  $E(R_{jt})$  dari (pers.2) tidak berubah. Maka,  $P_{j,t-1}$ , harga saat ini, harus naik untuk memulihkan keseimbangan. Hal ini tentu saja sesuai dengan efisiensi pasar, yang menyatakan bahwa harga pasar dari sebuah securitas akan bereaksi segera terhadap informasi baru.

Untuk tujuan kami, ada tiga penggunaan utama bagi rumus CAPM. Pertama, rumus tersebut mengemukakan secara jelas bagaimana harga saham bergantung pada ekspektasi para investor atas harga saham dan deviden mendatang. Bila ekspektasi ini berubah (numerator dari Persamaan 1), harga saat ini  $P_{j,t-1}$  (denominator) akan segera berubah untuk mencerminkan ekspektasi-ekspektasi baru ini. Untuk sebuah perubahan tertentu dalam ekspektasi, dan mengingat  $R_f$  dan  $E(R_{Mt})$ , jumlah perubahan dalam harga saat ini bergantung hanya pada beta saham tersebut. Dengan kata lain, makin besar perubahan dalam ekspektasi, makin besar perubahan dalam harga, hal-hal lain tetap.

Kedua, dengan mengacu pada pandangan *ex post* atas *return*, CAPM memberi kita dengan cara untuk memisahkan *return* yang diwujudkan pada sebuah saham menjadi komponen-komponen terduga dan tak terduga. Untuk mengetahui ini, perhatikan versi berikut dari model tersebut, dimana kami sekarang ada di penguujung periode  $t$  dan menoleh ke belakang:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \epsilon_{jt}$$

Versi dari CAPM ini disebut market model. Versi tersebut menyatakan bahwa *return* yang diwujudkan  $R_{jt}$  untuk periode tersebut adalah jumlah dari *return* yang diperkirakan periode awal ( $\alpha_j + \beta_j R_{Mt}$ ) dan *return abnormal* atau tak terduga,  $\epsilon_{jt}$ . *Return* yang diperkirakan berasal dari CAPM dengan  $\alpha_j = R_f(1 - \beta_j)$ .  $\epsilon_{jt}$  mencakup dampak pada  $R_{jt}$  dari semua kejadian selama periode  $t$  yang tidak diduga di awal periode tersebut. Secara definisi dalam sebuah pasar efisien,  $E(\epsilon_{jt}) = 0$ , karena informasi baru muncul secara acak. Tetapi, dalam periode  $t$  manapun, nilai yang diwujudkan dari  $\epsilon_{jt}$  tidak akan nol. Maka, model pasar memungkinkan pemisahan *ex post* dari *return* yang diwujudkan  $R_{jt}$  menjadi komponen-komponen terduga ( $\alpha_j + \beta_j R_{Mt}$ ) dan tak terduga atau abnormal ( $\epsilon_{jt}$ ).

Ketiga, model pasar memberikan cara yang nyaman untuk mengestimasi beta dari sebuah saham yang merupakan ukuran resiko yang penting bagi para investor. Perhatikan bahwa model pasar tersebut disajikan dalam bentuk sebuah persamaan regresi. Dengan diperolehnya data terdahulu tentang  $R_{jt}$  dan  $R_{Mt}$ , koefisien-koefisien dari model regresi dapat diestimasi dengan regresi kuadrat terkecil. Bila kita mengasumsikan bahwa pasar itu mampu membentuk ekspektasi yang akurat atas  $R_{Mt}$  (sehingga  $R_{Mt}$  merupakan proxy yang baik bagi  $E(R_{Mt})$ , yang tak teramati), dan bila kita mengasumsikan bahwa  $\beta_j$  itu bersifat stasioner setiap saat, maka koefisien  $R_{Mt}$  dari regresi kuadrat terkecil adalah estimasi yang baik dari  $\beta_j$ . Estimasi itu dapat dicek dengan perbandingan koefisien yang diestimasi  $\alpha_j$  dengan  $(1 - \beta_j)R_f$ —keduanya seharusnya sama.

Penelitian empiris dalam akuntansi telah mendapatkan estimasi beta yang akurat. Untuk saat ini, penting untuk disadari bahwa CAPM memberikan cara yang penting dan bermanfaat untuk merumuskan ekspektasi pasar atas *return* sebuah saham, dan bahwa model itu bergantung terutama pada efisiensi pasar securitas. Hal itu juga menunjukkan secara jelas bagaimana informasi baru mempengaruhi harga saham saat ini.

## Pengaruh Asimetri Informasi

Sering kali, satu tipe partisipan di pasar (penjual, misal) akan mengetahui sesuatu tentang aset yang sedang diperdagangkan yang tipe partisipan lain (pembeli) tidak ketahui. Ketika situasi ini ada, pasar dikatakan dicirikan oleh asimetri informasi. Terdapat dua tipe utama dari asimetri informasi (1) *adverse selection* (2) *moral hazard*.

Efek-efek ini dikaji oleh Akerlof (1970). Contoh dari sebuah pasar yang dicirikan oleh asimetri informasi adalah pasar mobil bekas. Pemilik dari sebuah mobil akan tahu lebih banyak tentang kondisi mobil sebenarnya, sehingga alur manfaatnya mendatang, dibandingkan seorang calon pembeli. Pemilik tersebut mungkin mencoba untuk memanfaatkan hal ini dengan membawa sebuah "lemon" ke pasar, berharap untuk mendapatkan lebih dari nilainya dari seorang pembeli yang tak curiga. Namun, pembeli akan waspada atas godaan ini dan, karena mereka tidak memiliki informasi untuk membedakan antara lemons dan mobil yang baik, akan menurunkan harga yang mereka sedia bayarkan untuk mobil bekas apapun. Maka, banyak mobil – mobil yang baik – akan memiliki nilai pasar yang lebih rendah dibandingkan nilai riil dari alur manfaatnya di masa mendatang. Efek arbitrase, dimana mobil dari potensi jasa serupa harus menjual untuk harga yang serupa, beroperasi secara kurang efektif ketika sulit untuk mengetahui secara pasti apa potensi jasa dari sebuah mobil bekas itu. Maka, pemilik dari mobil yang baik kurang mungkin membawanya ke pasar. Dengan kata lain, pasar untuk mobil bekas tidak berjalan sebaiknya seharusnya.

Contohnya ada perusahaan asuransi akan menjual kepada anda sebuah polis yang akan mengganti rugi anda atas kehilangan income penuh anda bila anda gagal untuk meraih gelar anda. Pada dasarnya, masalah itu merupakan satu dari asimetri informasi. Anda memiliki keunggulan informasi utama atas perusahaan, karena perusahaan hanya dapat mengamati apakah anda gagal atau tidak, bukan apakah sakit anda menyebabkan anda gagal. Hal ini disebut masalah moral hazard.

Kesulitan lain yang perusahaan asuransi akan hadapi adalah bahwa orang yang sakit akan berbondong-bondong untuk mendaftar program universitas (disebut masalah *adverse selection*, karena orang yang kesehatannya memburuk ke perusahaan asuransi memilih sendiri untuk membeli asuransi). Kita melihat asimetri informasi adalah sumber lain dari ketidaklengkapan. Ketidaklengkapan pasar juga muncul ketika pasar ada tetapi tidak berjalan sebagaimana layaknya.

Satu dari alasan mengapa asimetri informasi adalah tingkat kepentingannya bagi teori akuntansi adalah bahwa *pasar securitas* mungkin mengalami masalah asimetri informasi. Hal ini karena adanya informasi dalam dan perdagangan dalam. Bahkan bila harga pasar securitas benar-benar mencerminkan semua informasi yang tersedia secara terbuka, termasuk yang dapat diacu dari kebijakan akuntansi perusahaan dan keputusan pengungkapan, masih dimungkinkan bahwa insiders mengetahui lebih banyak dibandingkan outsiders tentang kualitas sebenarnya dari perusahaan tersebut. bila demikian, mereka mungkin memanfaatkan informasi mereka untuk mendapatkan profit berlebih. Ini merupakan contoh lain dari masalah *adverse selection*, karena insiders akan ditarik oleh peluang ini, yang bersifat *adverse* bagi kepentingan investor. Tentu saja, investor akan sadar atas kemungkinan ini dan akan menurunkan jumlah yang mereka akan sedia untuk bayarkan atas saham, untuk mencerminkan kerugian yang mereka perkirakan ada di tangan insider. Seperti halnya pasar mobil bekas, pasar securitas yang efisien tidak berjalan sebagaimana mestinya.

*Kita dapat menganggap laporan keuangan sebagai alat untuk mengurangi masalah adverse selection, sehingga meningkatkan operasi dari pasar securitas dan mengurangi ketidaklengkapan.*

Untuk mengurangi *adverse selection*, para akuntan telah menerapkan kebijakan *full disclosure* untuk memperluas set informasi yang tersedia secara umum. Juga, ketepatan waktu dari pelaporan akan mengurangi kemampuan dari insiders untuk memetik manfaat dari keunggulan informasi mereka.

Namun demikian, pengungkapan yang lengkap dan tepat waktu akan meningkatkan manfaat dari laporan keuangan bagi para investor dengan perluasan set informasi yang tersedia secara umum. Hal ini seharusnya membantu dengan fokus Beaver bahwa akuntansi itu bersaing dengan sumber informasi lain, termasuk harga itu sendiri.

## Pengaruh Aspek Sosial

Dalam sebuah ekonomi kapitalis, pasar securitas adalah sarana utama dimana modal dikumpulkan dan dialokasikan untuk kebutuhan investasi yang bersaing. Maka, secara sosial diharapkan bahwa pasar pasar ini berjalan semestinya dalam pengertian bahwa harga securitas seharusnya memberikan nilai yang benar untuk mengarahkan arus dana investasi. Kita ingat sebuah

pasar yang melakukan hal ini sebuah *properly working market*. Contoh, sebuah perusahaan yang memiliki proyek modal bernilai-ekspektasi tinggi akan didorong untuk berinvestasi didalamnya bila perusahaan itu menerima harga yang tinggi untuk securitasnya. Sebaliknya, investasi sebaiknya tidak didorong di perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki proyek-proyek modal bernilai-ekspektasi-tinggi. Hal ini akan terjadi bila harga securitas benar-benar mencerminkan nilai yang melandasi. Kesejahteraan sosial akan ditingkatkan bila modal yang langka masuk ke alternatif-alternatif paling produktif.

Tidak sulit untuk mengetahui bahwa masalah *adverse selection* ini berjalan melawan operasi pasar securitas yang semestinya, karena insiders mungkin menahan, menunda, atau membiarkan release dari informasi yang relevan untuk keuntungan mereka sendiri. Maka, perusahaan dengan proyek investasi berkualitas-tinggi tidak akan menerima harga yang tinggi untuk securitas mereka, dan pasar tidak berjalan sebaik seharusnya. Bila terlalu banyak investor menarik diri, pasar menjadi *thin* (*ramping*) atau, pasar kehilangan *depth* (kedalamannya). Suatu masalah dengan *thin market* adalah bahwa para investor mungkin tidak mampu untuk membeli atau menjual semua yang mereka inginkan atas sebuah securitas pada harga pasar.

Tentu saja, ekonomi kapitalis yang maju memiliki beragam mekanisme untuk mendorong operasi pasar securitas yang tepat. Satu pendekatan semacam itu adalah penerapan *penalties* di pasar. Lembaga-lembaga seperti SEC menciptakan dan menegakkan regulasi untuk, misal, mengontrol insider trading dan mendorong pengungkapan secara memadai kejadian-kejadian signifikan, dengan penalti atas pelanggaran.

Namun, operasi alami dari sebuah pasar dapat memberi *insentif* bagi release informasi dalam bahkan dalam ketiadaan penalti atas penyalahgunaan. Contoh, beragam mekanisme ada dimana perusahaan dengan proyek investasi berkualitas tinggi dapat mengkomunikasikan secara kredibel hal ini ke pasar, sehingga meningkatkan harga yang mereka peroleh untuk securitas mereka. *Signaling* adalah satu dari mekanisme semacam itu – misal, insiders mungkin mempertahankan posisi ekuitas yang substansial dalam proyek-proyek baru, sehingga *signalling* ke pasar keyakinan mereka atas proyek berkualitas tinggi.

Untuk tujuan saat ini, sebuah mekanisme insentif terkait adalah *full disclosure*. Perusahaan-perusahaan dengan proyek berkualitas tinggi (atau rendah) memiliki insentif untuk terlibat dalam *full disclosure* dalam laporan keuangan mereka.

Scott menyimpulkan bahwa manfaat sosial dari pasar securitas yang berjalan semestinya akan dicapai bila dua syarat berikut dipenuhi:

- Semua informasi relevan ada dalam domain publik, paling tidak sampai kemampuan penalti dan insentif agar secara efektif biaya mendorong release informasi dalam.
- Harga pasar securitas itu efisien relatif terhadap informasi ini.

Secara umum, prasyarat pelaporan MD&A adalah untuk membahas aspek-aspek dari laporan keuangan dan data statistik lain yang meningkatkan pemahaman pembaca atas kondisi keuangan, perubahan dalam kondisi keuangan, dan hasil dari operasi. Secara lebih khusus, pembahasan diperlukan sesuai aspek-aspek berikut:

- Pembahasan atas kondisi operasi dan keuangan saat ini diperlukan.
- Prasyarat khusus ditetapkan untuk mengungkapkan informasi tentang resiko dan ketidakpastian, yang menyertakan penilaian atas ketidakpastian deviden dan *cash flow* mendatang.
- Informasi tentang karakteristik dan besarnya “instrumen keuangan” dibutuhkan. Selain obligasi dan saham, istilah ini termasuk *mortgage-backed securities* dan *hedging instruments*. Maka, Policy Statement tersebut menuntut pengungkapan instrumen keuangan yang biasanya belum muncul dalam laporan keuangan yang memadai di Kanada, seperti kontrak mendatang, opsi dan swaps. Hal ini menunjukkan awal dari membawa “*off-balance-sheet financing*” menjadi terbuka.
- Banyak dari prasyarat tersebut ditetapkan untuk membantu users menjabarkan laporan keuangan. Contoh, “*known trends*” yang akan memiliki efek positif atau negatif pada likuiditas, sumber modal, dan operasi yang berkelanjutan akan dijelaskan.
- The Policy Statement berisi sejumlah provisi untuk membantu perusahaan dalam penataan. Maka, perusahaan yang securitasnya juga diperdagangkan di Amerika Serikat (dan harus

mematuhi prasyarat MD&A dari SEC) dapat menyerahkan laporan SEC mereka ke OSC dalam memenuhi prasyarat MD&A dari OSC tersebut. Yaitu, mereka tidak harus mempersiapkan informasi yang sama dua kali. Perusahaan-perusahaan kecil tidak harus mentaatinya. Akhirnya, keterlibatan auditor khusus dalam laporan MD&A tidak diperlukan. Mungkin, kondisi ini telah dimasukkan dalam respon terhadap fokus manajemen tentang biaya dan karakteristik sensitif dari ketaatan. Secara gamblang, MD&A bukanlah bagian dari laporan keuangan (hal ini menjelaskan mengapa MD&A dalam sebuah standar OSC bukan standar *CICA Handbook*).

Secara lebih umum, MD&A sesuai dengan pendekatan manfaat keputusan. Informasi yang disediakannya seharusnya membantu users untuk menilai secara lebih baik kemungkinan dari profitabilitas mendatang, *cash flow*, atau deviden dari investasi mereka. Maka, kekuatan dari MD&A adalah membantu users dalam pembuatan penilaian mereka sendiri, bukan memberikan penilaian ini secara langsung.

Selain itu, MD&A dapat meningkatkan kerja pasar securitas secara memadai sepanjang hal itu memperluas set informasi relevan yang ada bagi para investor. Nantinya, MD&A memiliki potensi untuk mengurangi *inside information*.

### Kesimpulan

Teori pasar securitas yang efisien memiliki implikasi utama bagi akuntansi keuangan. Satu dari implikasi tersebut adalah bahwa informasi tambahan dalam catatan laporan keuangan atau tempat lain sama bermanfaatnya seperti informasi dalam laporan keuangan yang tepat. Yang lain adalah bahwa efisiensi ditentukan relatif terhadap sebuah saham dari informasi yang diketahui secara umum. Pelaporan keuangan memiliki peran untuk dimainkan dalam peningkatan jumlah, timing, dan akurasi dari saham ini.

Contoh dari standar *full disclosure* termasuk MD&A dan prediksi keuangan. Kedua standar ini memiliki potensi untuk menyampaikan informasi di luar yang tercakup dalam laporan keuangan berbasis-biaya historis konvensional. Potensi ini tidak hanya dalam informasi yang dicakup dalam laporan itu semata. Tindakan pelaporan atau tidak pelaporan sebuah prediksi, atau sejauh manakah perusahaan melampaui prasyarat minimal MD&A, juga memberi tahu pasar sesuatu tentang perusahaan itu.

*Full disclosure* memiliki dua manfaat utama, yang dapat dicapai secara simultan. Satu adalah memungkinkan investor untuk membuat keputusan yang lebih baik. Yang lain adalah meningkatkan kemampuan dari pasar securitas untuk mengarahkan investasi ke penggunaan paling produktifnya. Alasan mengapa manfaat ini dicapai secara simultan, tentu saja, adalah bahwa informasi yang lebih baik memungkinkan keputusan beli/jual yang lebih berbobot informasi, dan penawaran dan permintaanlah yang muncul dari masing-masing keputusan beli dan jual yang menentukan harga pasar.

Implikasi lain dari teori pasar securitas yang efisien muncul dalam analisis Beaver tahun 1973. Ini adalah bahwa kebijakan-kebijakan akuntansi khusus yang diterapkan oleh perusahaan tidak masalah sepanjang mereka memiliki tak satupun efek *cash flow* yang berbeda di antara kebijakan-kebijakan tersebut, *full disclosure* dibuat dari kebijakan-kebijakan khusus yang digunakan, dan investor memiliki cukup informasi untuk beralih dari satu kebijakan ke kebijakan yang lain. Alasannya, sesuai teori pasar yang efisien, adalah bahwa para investor secara keseluruhan akan melihat net income yang dilaporkan untuk implikasi yang melandasinya untuk *cash flow* mendatang. Dalam pelaksanaannya, mereka akan mempertimbangkan kebijakan akuntansi khusus yang digunakan dalam perhitungan net income. Maka, pilihan perusahaan atas kebijakan amortisasi, atas akuntansi biaya-penuh atau upaya yang berhasil untuk eksplorasi gas dan minyak, dari akuntansi untuk liabilitas pajak mendatang, dan sebagainya, tidak akan mempengaruhi harga pasar yang efisien dari securitas mereka, mengingat kebijakan akuntansi khusus yang mereka gunakan dilaporkan secara lengkap. Maka, kita melihat bahwa prinsip *full-disclosure* meluas ke pelaporan kebijakan akuntansi.

Para akuntan meningkatkan pemahaman mereka atas peran dari informasi dalam penentuan harga. Pada intinya, harga pasar mengagregat pemrosesan informasi kolektif dan kemampuan pembuatan keputusan dari para investor. Maka, harga pasar itu sendiri memiliki cukup bobot informasi, yang masing-masing mungkin gunakan sebagai input dalam keputusan mereka. Strategi

investasi "buy and hold" merupakan contoh dari sebuah keputusan yang bertumpu pada bobot informasi dari harga pasar.

Agregasi informasi ke dalam harga pasar ini berisi kontradiksi logis. Bila harga sepenuhnya bersifat informatif, tak seorangpun akan keberatan untuk mengumpulkan informasi tambahan yang mahal. Nantinya, harga pasar berisi benih dari kehancurannya sendiri. Namun, kita dapat mengidentifikasi dua faktor untuk mencegah terjadinya hal ini:

- *Noise* dan *liquidity traders* memperkenalkan komponen acak ke harga pasar, yang mencegah harga pasar dari sepenuhnya bersifat informatif tentang nilai mendatang.
- Asimetri informasi khususnya dalam kehadiran informasi dalam, berarti bahwa tidak semua informasi relevan ada dalam domain publik. Maka, para investor memiliki potensi untuk menghasilkan profit ekstra bila mereka dapat menemukan beberapa dari informasi dalam ini. Peningkatan pelaporan, seperti dalam MD&A dan prediksi, mungkin memberi investor dengan beberapa bantuan dalam hal ini.

Seperti Beaver (1973) kemukakan, para akuntan ada dalam kompetisi dengan sumber informasi lain. Kita sekarang tahu bahwa harga pasar adalah satu dari sumber-sumber lain itu. Asumsikan harga pasar sebagai agregasi semua informasi "lain" yang relevan hingga waktu release laporan keuangan. Pertanyaannya kemudian adalah: Apakah efektif-biaya bagi para investor rasional untuk menginformasikan diri mereka sendiri dengan penggunaan laporan keuangan? Kembali, jawaban akuntan ini adalah konsep *full disclosure*. Dengan peningkatan bobot informasi dari laporan keuangan, termasuk informasi tambahan dalam catatan, MD&A dan FOFI, tidak hanya membantu akuntan mempertahankan keunggulan kompetitif mereka, mereka juga meningkatkan kesejahteraan sosial dengan pengurangan dampak buruk dari informasi dalam.

Bila para investor pada kenyataannya menemukan informasi akuntansi yang bermanfaat, hal ini akan menunjukkan sejauh apakah respon dari harga securitas terhadap informasi ini.

#### **Daftar Pustaka :**

- Abdel-Khalik, A.R. dan J.C.MC.Keown, 1978, **Understanding Accounting Changes in an Efficient Market : Evidence od Differential Reaction**, *The Accounting Review* (October), pp. 851-868
- Baiman,S dan R.E. Verrecchia,1996, **the Reaction among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading**, *Journal of Accounting Research* (Spring), pp. 1-22
- Fama, E.F.,1970, **Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work**, *Journal of Finance* (May), pp. 383-417
- Watts, R.L. dan J.L. Zimmerman, 1986, **Positive Accounting Theory**, Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall
- Scout, William R., 2003, **Financial Accounting Theory, Third Edition**, Toronto, Canada : Prentice Hall