



DISCLOSURE DAN PSIKOLOGI INVESTOR

Windu Mulyasari

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sultan Ageng Tirtayasa
windu.nryd@gmail.com

Abstract

Questions about rational investor and efficiency of the securities market continues to increase, because the evidence indicates that when shares are mispriced on the market value efficiently. Those problems are very important to accountants, because of the possibility of the provision of information cannot meet the needs of investors in decision-making. Furthermore, when the securities market is not fully efficient, the increase in financial reporting will help reduce inefficiency, and is expected to improve the operation of the securities market. Securities market inefficiencies are explained because investor behavior can be studied in behavioral finance. The study provides a basis on why investors behave inefficiently, and does not reflect the information available. The study behavioral finance has not been done in the capital markets. Research in behavioral studies can be carried out with experimental studies. This needs to be taken into consideration to make a study seeking direct evidence of investor behavior. The purpose of this study is to describe how the information content of financial statements that are described by the theory of efficient markets experienced an anomaly, and that there is also asymmetry of information on financial statements so that the information contained in the information gap between investors. Asymmetry of information is expected to decrease with the full disclosure of the company however, was the response of different investors. Therefore, the phenomenon is explained by behavioral finance tested.

Keywords: *Disclosure, Behavioural Finance, Market Efficiency*

Abstrak

Pertanyaan tentang investor rasional dan efisiensi pasar sekuritas terus meningkat, karena bukti menunjukkan bahwa ketika saham dinilai secara salah pada nilai pasar secara efisien. Masalah-masalah tersebut sangat penting bagi akuntan, karena kemungkinan penyediaan informasi tidak dapat memenuhi kebutuhan investor dalam pengambilan keputusan. Selanjutnya, ketika pasar sekuritas tidak sepenuhnya efisien, peningkatan pelaporan keuangan akan membantu mengurangi inefisiensi, dan diharapkan dapat meningkatkan operasi pasar sekuritas. Inefisiensi pasar sekuritas dijelaskan karena perilaku investor dapat dipelajari dalam keuangan perilaku. Studi ini memberikan dasar mengapa investor berperilaku tidak efisien, dan tidak mencerminkan informasi yang tersedia. Studi perilaku keuangan belum dilakukan di pasar modal. Penelitian dalam studi perilaku dapat dilakukan dengan studi eksperimental. Ini perlu dipertimbangkan untuk membuat penelitian mencari bukti langsung dari perilaku investor. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendeskripsikan bagaimana kandungan informasi laporan keuangan yang digambarkan oleh teori pasar efisien mengalami anomali, dan bahwa ada juga asimetri informasi pada laporan keuangan sehingga informasi yang terdapat dalam kesenjangan informasi antara investor. Asimetri informasi diharapkan menurun dengan pengungkapan penuh perusahaan, bagaimanapun, adalah respon dari investor yang berbeda. Oleh karena itu, fenomena tersebut dijelaskan oleh keuangan perilaku yang diuji.

Kata kunci: Pengungkapan, Perilaku Keuangan, Efisiensi Pasar

PENDAHULUAN

Salah satu terobosan penting dalam perkembangan teori keuangan perusahaan adalah dikedepankannya hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) oleh Fama di tahun 1970. Hipotesis pasar efisien menyebutkan bahwa pasar bereaksi atas informasi yang tersedia. Artinya investor merespon adanya semua informasi yang tersedia sebagai dasar untuk pengambilan keputusan. Refleksi atas respon tersebut terlihat dari harga saham. Dalam teori pasar efisien, informasi akuntansi berkompetisi dengan sumber informasi lain. Informasi akuntansi harus dapat memberikan nilai kepada investor, sehingga informasi yang disediakan bersifat relevan, andal, tepat waktu, efektif dari sisi biaya, dibanding sumber-sumber informasi yang lain.

Banyak riset akuntansi yang menyatakan bahwa harga pasar sekuritas merupakan respon dari informasi akuntansi. Studi pertama kali yang dilakukan oleh Ball and Brown (1968) memberikan bukti adanya reaksi pasar atas pengumuman laba. Setelah studi tersebut, banyak penelitian lain yang mencari bukti adanya respon pasar sekuritas. Dalam studi-studi tersebut, tampak bahwa informasi akuntansi berguna bagi investor untuk membantu mereka mengestimasi nilai dan risiko yang diharapkan dari *return* sekuritas.

Informasi dikatakan berguna bila informasi tersebut mengakibatkan investor mengubah kepercayaan dan tindakannya. Tingkat kegunaan tersebut dapat diukur dari perkembangan perubahan harga atau volume yang mengikuti penerbitan informasi. Oleh sebab itu, agar kandungan informasi akuntansi dapat berguna, harus dapat dimanfaatkan oleh investor untuk pengambilan keputusan.

Penjelasan atas pentingnya kandungan informasi akuntansi dalam teori pasar efisien tidak terlepas adanya masalah asimetri informasi. Saat sebagian pelaku pasar lebih tahu banyak dibanding yang lain, banyak tekanan muncul untuk menemukan mekanisme agar memperoleh informasi yang lebih baik. Oleh sebab itu efisiensi pasar sekuritas memiliki implikasi penting pada akuntansi keuangan. Salah satu implikasinya adalah dengan munculnya konsep *full disclosure*. Efisiensi mengimplikasikan isi informasi dari suatu pengungkapan, bukan bentuk dari pengungkapan itu sendiri.

Namun, ada suatu pertanyaan mengenai rasional investor dan efisiensi pasar sekuritas, oleh karena adanya bukti yang menunjukkan apabila saham *mispriced* terhadap nilai pasar yang efisien. Permasalahan tersebut sangat penting bagi akuntan, oleh karena adanya kemungkinan penyediaan informasi tidak dapat memenuhi kebutuhan investor dalam pengambilan keputusan. Lebih lanjut, bila pasar sekuritas tidak efisien sepenuhnya, maka peningkatan pelaporan keuangan akan membantu mengurangi ketidakefisienan, dan diharapkan mampu meningkatkan operasi pasar sekuritas.

Perilaku-perilaku ini tentu saja tidak konsisten dengan efisiensi pasar dan *rational decision theory* yang mendasarinya. Menurut CAPM, *return* yang tinggi hanya dapat diperoleh dari risiko yang tinggi pula. Penjelasan tentang perilaku investor yang didasarkan pada ketidakefisienan pasar sekuritas dipelajari dalam studi *behavioral finance*.

Paper ini membahas bagaimana kandungan informasi laporan keuangan memiliki permasalahan dengan adanya asimetri informasi. Permasalahan tersebut diatasi dengan melakukan *disclosure* atas laporan keuangan, sehingga setiap pelaku pasar memiliki informasi yang sama. Kondisi ini dapat dijelaskan dengan *rational decision theory*, dimana rasional investor merespon informasi yang tersedia. Namun ternyata *rational decision theory* kadang gagal untuk menjelaskan perilaku investor yang tercermin dari harga saham. Oleh karena itu teori keperilakuan dalam *behavioral finance* digunakan untuk menjelaskan perilaku investor tersebut.

RESPON INVESTOR TERHADAP KANDUNGAN INFORMASI AKUNTANSI

Pasar sekuritas yang efisien adalah satu pasar dimana harga sekuritas yang diperdagangkan pada di pasar tersebut pada keseluruhan waktu merefleksikan secara penuh seluruh informasi yang dipublikasikan, yang menyangkut sekuritas tersebut (bentuk semi kuat). Beaver (1968), memberikan bukti adanya reaksi volume perdagangan dengan adanya peningkatan volume yang dramatis selama minggu penerbitan laporan keuangan.

Dalam mempelajari konsep pasar efisien, perhatian kita akan diarahkan pada sejauh mana dan seberapa cepat informasi tersebut dapat mempengaruhi pasar yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas. Dalam hal ini Haugen (2001) membagi kelompok informasi menjadi tiga, yaitu (1) informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*), (2) semua informasi publik (*all public information*), dan (3) semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam (*all available information including inside or private information*). Masing-masing kelompok informasi tersebut mencerminkan sejauh mana tingkat efisiensi suatu pasar.

Jones (1998) menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham (sekuritas) mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam, yaitu informasi masa lalu (misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi (misalnya rencana pemisahan saham).

Contoh untuk informasi yang masih membutuhkan dugaan adalah jika banyak investor percaya bahwa suku bunga akan segera turun, harga-harga akan mencerminkan kepercayaan ini sebelum penurunan sebenarnya terjadi. Dengan demikian terdapat tiga poin utama dalam pengertian pasar sekuritas yang efisien. Pertama, harga pasar efisien berkaitan dengan informasi yang terpublikasikan. Namun, definisi ini tidak menutup kemungkinan adanya *inside information*. Investor yang memiliki *inside information* akan mengetahui lebih banyak hal dibanding pasar. Ia bisa mendapatkan kelebihan laba dibanding investor lain yang tidak memiliki informasi tersebut. Kedua, efisiensi pasar adalah konsep yang relatif. Pasar menjadi efisien tergantung dari jumlah informasi terpublikasi yang tersedia. Sebagai contoh, harga pasar bisa menjadi salah dengan adanya *inside information*. Ketiga, implikasinya investasi merupakan permainan yang bersifat adil apabila pasar bersifat efisien. Artinya, investor tidak dapat berharap untuk mendapatkan kelebihan *return* atas suatu sekuritas, atau portfolio.

Dalam pasar efisien, harga pasar suatu sekuritas berfluktuasi secara acak setiap waktu. Sehingga, tidak ada hubungan serial atas *share return*. Jadi, bila sebuah perusahaan melaporkan *good news* hari ini, maka harga saham seharusnya meningkat, merefleksikan berita tersebut pada hari yang sama. Bila terjadi peningkatan tanpa adanya berita, maka hal tersebut merupakan bukti adanya ketidakefisienan. Jadi ekspektasi pasar atas pengaruh kejadian tersebut pada nilai perusahaan secara rata-rata tidak bias.

Alasan bahwa harga pasar dari saham perusahaan akan merespon informasi laporan keuangan, khususnya dalam hal ini berupa laba bersih adalah investor memiliki *prior beliefs* mengenai kinerja masa depan perusahaan, yang ditunjukkan melalui arus kas dan laba, yang akan berpengaruh pada laba perusahaan sekarang. Namun, jika investor mendasarkan pada informasi yang dipublikasikan dan tersedia, kepercayaan tersebut tidak akan sama antar investor karena adanya perbedaan dalam jumlah informasi yang dimiliki serta kemampuan untuk menginterpretasikannya.

Setelah adanya penerbitan laba bersih tahun berjalan, investor tertentu menjadi lebih terinformasi, dengan cara menganalisis nilai laba yang ia peroleh. Misalnya, bila laba tinggi atau lebih tinggi dari yang diharapkan, maka hal tersebut dianggap berita baik. Dengan demikian, investor akan merevisi kepercayaannya atas kinerja masa depan perusahaan, dalam hal ini menjadi meningkat. Namun, bagi investor yang memiliki harapan yang terlalu tinggi, bisa jadi informasi tadi dianggap berita buruk karena ternyata laba yang diumumkan tidak sesuai dengan harapannya.

Investor yang telah merevisi kepercayaannya mengenai kinerja perusahaan masa depan akan meningkatkan pembelian saham pada harga pasar saat itu, dan sebaliknya. Demikian pula investor akan melakukan evaluasi atas risiko yang juga akan direvisi. Observasi atas volume saham yang diperdagangkan meningkat bila laba bersihnya dilaporkan. Volume perdagangan membesar disebabkan oleh perbedaan kepercayaan awal investor dan interpretasi mereka atas informasi keuangan yang ada sekarang. Bila investor yang menginterpretasikan laba bersih sebagai berita baik, maka observasi akan dilakukan atas peningkatan harga pasar saham perusahaan, begitu pula sebaliknya.

Namun demikian, informasi tidak bebas pada kondisi tidak ideal. Investor harus memutuskan seberapa banyak keahlian dan informasi akuntansi diperoleh, untuk membentuk estimasi atas kinerja masa depan perusahaan. Lebih lanjut, estimasi harus direvisi jika ada informasi baru. Setiap investor harus mempertimbangkan kemanfaatan dan biaya yang harus dikeluarkan ketika berhadapan dengan seberapa banyak informasi yang bisa diperoleh. Rasional investor akan selalu merevisi kemungkinan pernyataan subjektifnya sejalan dengan informasi yang diperolehnya. Beberapa investor harus mengorbankan waktu dan uang untuk menggunakan informasi tersebut guna melakukan pengambilan keputusan investasi.

Meskipun teori pasar berkembang mendukung perilaku efisiensi dan perilaku investor yang rasional, bukti lain menunjukkan bahwa pasar tidak merespon informasi tepat seperti teori efisiensi yang diprediksi. Sebagai contoh, harga saham kadang-kadang membutuhkan beberapa saat untuk sepenuhnya bereaksi terhadap informasi laporan keuangan, sehingga *abnormal return* sekuritas juga diprediksi mengikuti penerbitan informasi tersebut. Dengan demikian, pasar tidak mengekstraksi seluruh kandungan informasi dari laporan keuangan. Banyak para ahli berpendapat bahwa pasar sekuritas tidak *fully* efisien, artinya pasar tidak menyerap informasi secara penuh atas informasi yang tersedia.

Penelitian Lev (1989) menunjukkan bahwa laba ternyata hanya menyumbang 2 – 5% variabilitas *abnormal return* saham. Hal tersebut mengakibatkan munculnya studi lain mengenai *value relevance* atas laporan keuangan, yaitu mengenai seberapa besar informasi laporan keuangan berpengaruh secara material terhadap *return* dan harga saham.

Studi Brown, Lo dan Lys (1999) serta Lev dan Zarowin (1999) menemukan bahwa terdapat penurunan ERC dalam hal *value relevance*. Francis, Shipper dan Vincent (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa peningkatan lebih cenderung untuk perusahaan besar yang melaporkan informasi lain seperti penjualan, *unusual & non recurring item*, serta pengumuman *forward looking*, yang dilakukan bersamaan dengan pengumuman laba. Jadi, meskipun respon harga saham terhadap laba bersih, respon terhadap pengumuman laba secara keseluruhan (diukur dengan *abnormal return*) mengalami peningkatan.

Penjelasan di atas menekankan pengaruh dari kandungan informasi akuntansi pada respon investor yang tercermin dalam harga saham. Namun ternyata banyak sekali permasalahan yang timbul dikarenakan investor ternyata tidak sepenuhnya merespon informasi akuntansi dengan cepat, atau menggunakan sepenuhnya informasi akuntansi untuk pengambilan keputusan. Informasi akuntansi yang tersedia bagi investorpun tidak sepenuhnya diterima dan digunakan untuk pengambilan keputusan. Pertanyaan yang timbul bagi akuntan

adalah bagaimana informasi akuntansi dapat bermanfaat bagi investor untuk pengambilan keputusan? Berikut dijabarkan adanya permasalahan asimetri informasi dan *disclosure* untuk mengatasi perbedaan informasi laporan keuangan yang diterima investor.

ASIMETRI INFORMASI DAN *DISCLOSURE* LAPORAN KEUANGAN

Seperti telah disebutkan di atas, implikasi penting dari pasar efisien adalah adanya asimetri informasi. Asimetri informasi terjadi ketika ada pihak yang memiliki informasi lebih dibanding pihak lain. Ada 2 asimetri informasi yaitu:

- a. *Adverse Selection*; Adalah tipe asimetri informasi dimana satu atau lebih pihak dalam transaksi bisnis, atau transaksi potensial, memiliki informasi yang lebih dibanding pihak yang lain.
- b. *Moral Hazard*; Adalah tipe asimetri informasi dimana satu pihak dalam transaksi bisnis, atau transaksi potensial, dapat mengobservasi tindakan atas transaksi tersebut, sementara pihak yang lain tidak dapat melakukannya

Asimetri informasi merupakan alasan penting munculnya pasar yang tidak sempurna, sehingga pasar gagal untuk berkembang sebagai fungsi permintaan dan penawaran yang ideal. Asimetri informasi jelas menguntungkan satu pihak dibanding yang lain, sehingga menyebabkan tidak semua investor memiliki informasi yang sama untuk pengambilan keputusan oleh karena adanya *insider information* dan *insider trading*. Kesenjangan informasi ini berakibat harga pasar tidak mencerminkan keputusan atas semua investor. Akuntansi memiliki tanggung jawab untuk menyediakan informasi yang relevan dan reliabel, sehingga setiap investor dapat mengakses semua informasi yang ada, agar tercipta harga pasar yang efisien.

Pasar yang efisien dapat menghasilkan insentif atas penerbitan *inside information*. Keuntungan sosial dari pasar sekuritas yang berjalan dengan baik dapat diperoleh bila dua kondisi berikut terpenuhi, pertama seluruh informasi yang berguna ada pada domain publik, kedua harga pasar sekuritas relatif efisien terhadap informasi tersebut. Oleh sebab itu, untuk mengatasi permasalahan asimetri informasi, muncul konsep *disclosure* laporan keuangan.

Beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam *disclosure* yaitu : (1) untuk siapa informasi didisclose ?, (2) apa tujuan informasi tersebut ?, (3) berapa banyak informasi yang harus didisclose? (Hendriksen, 2001). Berapa banyak informasi yang harus didisclose tidak hanya tergantung pada keahlian pembaca, namun juga tergantung pada standar yang dianggap cukup. Tiga konsep disclosure yang umumnya dikemukakan yaitu *adequate, fair, full disclosure* (Hendriksen, 2001).

Adequate disclosure mengandung arti *disclosure* yang minimal harus ada sehingga laporan tidak menyesatkan. *Fair disclosure* menyatakan tujuan-tujuan etis untuk memberikan perlakuan yang sama bagi semua pembaca potensial. *Full disclosure* berarti penyajian semua informasi yang relevan. Bagi beberapa orang, *full disclosure* berarti penyajian informasi secara melimpah, sehingga *disclosure* menjadi tidak tepat. Informasi yang terlalu melimpah akan menyembunyikan informasi yang penting dan membuat laporan keuangan sulit diinterpretasikan. Namun demikian, *full disclosure* memiliki 2 manfaat yaitu investor dapat membuat keputusan lebih baik, dan untuk meningkatkan kemampuan pasar sekuritas untuk mendorong investasi langsung dari pengguna produktif. *Disclosure* yang tepat atas informasi yang penting bagi investor dan pemakai laporan lainnya harus disajikan dengan *adequate, fair, full*. Tidak ada perbedaan riil di antara ketiga konsep tersebut bila mereka digunakan dalam konteks yang tepat.

Dalam melakukan *disclosure*, perusahaan akan selalu mempertimbangkan biaya dan manfaat yang diperolehnya. Menurut Suropto (1998), biaya pengungkapan yang harus dipertimbangkan adalah biaya pengungkapan langsung dan tidak langsung sebagai berikut ini.

1. Biaya langsung meliputi biaya pengumpulan data, biaya pemrosesan informasi, biaya pengauditan, dan biaya penyebaran informasi.
2. Biaya tidak langsung meliputi biaya litigasi atau biaya hukum, biaya kerugian persaingan, dan biaya politik. Biaya litigasi timbul akibat pengungkapan informasi yang tidak memadai atau informasi yang menyesatkan. Biaya kerugian persaingan terjadi apabila informasi yang diungkapkan melemahkan daya saing perusahaan karena informasi tersebut digunakan oleh pesaing untuk memperkuat daya saing mereka. Biaya politik terjadi ketika praktik pengungkapan perusahaan memicu regulasi pemerintah.

Selain biaya-biaya, ada beberapa alasan yang melandasi perusahaan enggan menambah *disclosure* informasi keuangan sebagai berikut ini.

1. Tersedianya sumber-sumber informasi lain selain laporan keuangan yang tersedia dengan biaya yang lebih murah.
2. Kurangnya pengetahuan terhadap kebutuhan investor juga merupakan alasan bagi *disclosure* yang terbatas.

Jadi pada kondisi ideal, nilai pasar perusahaan merefleksikan seluruh informasi, sehingga harga sama dengan nilai fundamental. Saat kondisi tidak ideal, nilai pasar secara penuh merefleksikan seluruh informasi yang terpublikasi bila pasar efisien. Perbedaan diantara dua set informasi tersebut mencakup *inside information*. Kemampuan *insider* untuk memperoleh laba dari kelebihan informasi merupakan contoh dari masalah asimetri informasi. *Disclosure* dan ketepatan waktu penyampaian informasi akuntansi akan mengurangi masalah tersebut dan untuk meningkatkan kinerja pasar sekuritas. Namun, karena melaporkan seluruh *inside information* biayanya mahal, maka masalah asimetri informasi masih tetap akan ada. Walaupun demikian, *disclosure* laporan keuangan paling tidak dapat mengurangi adanya asimetri informasi. Regulasi di pasar modal Indonesia oleh Bapepam juga mensyaratkan adanya minimal *disclosure* yang harus diungkapkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Harapannya, investor memiliki kecukupan informasi untuk pengambilan keputusan, sehingga harga pasar merefleksikan kondisi perusahaan.

Pasar sekuritas yang efisien berimplikasi dengan permintaan akan *full disclosure* informasi. Manajemen harus mengembangkan dan melaporkan informasi mengenai perusahaan sepanjang kemanfaatan untuk investor lebih besar daripada biaya. Pertimbangannya adalah bahwa efisiensi pasar berimplikasi bahwa investor akan menggunakan semua informasi yang ada untuk memprediksi return masa depan, sehingga informasi tambahan mungkin tidak berguna. Semakin banyak informasi perusahaan yang tidak diungkap, semakin besar kepercayaan diri investor dalam bekerja di pasar sekuritas, sepanjang tidak ada informasi yang dikuatirkan. Setiap investor harus dapat segera merespon informasi yang dia peroleh, apabila tidak maka investor lain yang bergerak lebih cepat dan memperoleh nilai dari pasar sekuritas. Ketika investor berperilaku demikian maka pasar menjadi efisien.

Penjabaran di atas memiliki asumsi bahwa investor bersikap rasional atas keputusan yang dibuatnya. Pengambilan keputusan investor didasarkan pada pertimbangan informasi tentang perusahaan yang tersedia di pasar. Informasi tersebut diolah untuk bahan analisa dan evaluasi tentang harga pasar yang layak untuk suatu sekuritas. Oleh sebab itu, kandungan informasi laporan keuangan yang diungkapkan oleh perusahaan merefleksikan harga sekuritas

di pasar karena investor melakukan pengambilan keputusan berdasarkan informasi yang tersedia. Kondisi demikian dapat dijelaskan dalam *rational decision theory*.

Namun tidak semua investor melakukan hal tersebut. Kemampuan investor untuk menganalisis, memperoleh informasi masih berbeda-beda. Perilaku investor juga mempengaruhi atas pertimbangan untuk pengambilan keputusan pembelian sekuritas. Jadi pasar tidak sepenuhnya efisien atas informasi yang tersedia, sehingga perilaku investor rata-rata tidak berhubungan dengan *rational decision theory*. Kondisi pasaryang tidak efisien yang dikarenakan pengaruh perilaku investor dipelajari pertama kali oleh De Bondt dan Thaler (1985) dan disebut sebagai *behavioral finance*. Penjelasan berikutnya adalah bagaimana perilaku investor mempengaruhi terhadap ketidakefisienan pasar sekuritas.

INVESTOR PSIKOLOGI

Pertanyaan mengenai rasional investor dan efisiensi pasar sekuritas terus meningkat, oleh karena adanya bukti yang menunjukkan apabila saham *mispriced* terhadap nilai pasar yang efisien. Permasalahan tersebut sangat penting bagi akuntan, oleh karena adanya kemungkinan penyediaan informasi tidak dapat memenuhi kebutuhan investor dalam pengambilan keputusan. Lebih lanjut, bila pasar sekuritas tidak efisien sepenuhnya, maka peningkatan pelaporan keuangan akan membantu mengurangi ketidakefisienan, dan diharapkan mampu meningkatkan operasi pasar sekuritas.

Untuk menjawab pertanyaan diatas dapat disebabkan oleh karena rata-rata investor memiliki perilaku yang berbeda yang tidak sesuai dengan *rational decision theory* atau model investment. Perilaku tersebut dapat dikarenakan investor memiliki perhatian yang terbatas, karena tidak memiliki waktu dan kemampuan yang cukup untuk memproses seluruh informasi. Sehingga mereka akan memfokuskan pada informasi yang sudah siap tersedia seperti *bottom line* dan mengabaikan informasi yang lain. Dengan demikian, investor menjadi bias dalam bereaksi terhadap informasi.

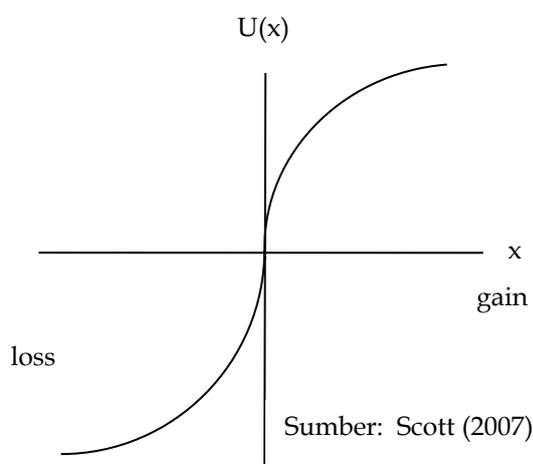
Sikap investor dapat tersebut dapat dikarenakan investor bersikap konservatif terhadap informasi baru yang dimiliki. Investor tidak serta merta mau menerima informasi baru yang tersedia, namun mempertimbangkan dan melihat gejala yang ditimbulkan dari informasi yang muncul. Investor sudah memiliki dasar kepercayaan awal atas pengetahuan yang dimilikinya, dan tidak bereaksi cepat untuk mengubah kepercayaannya dengan informasi baru yang tersedia.

Investor juga memiliki perilaku yang *overconfident*, mereka berestimasi terlalu tinggi terhadap informasi yang mereka kumpulkan sendiri. Investor berpendapat bahwa pengetahuan yang dimilikinya sudah cukup, dan tidak membutuhkan informasi baru yang dapat mengubah kepercayaan awalnya.

Investor juga memiliki karakter *representativeness*, sehingga investor terlalu percaya pada informasi yang selama ini telah mereka percaya. Investor juga dapat bersikap *self-attribution bias* dimana seseorang merasa bahwa outcome keputusan yang baik tergantung pada kemampuan mereka dan outcome yang buruk tergantung pada kenyataan yang tidak menguntungkan, bukan karena kesalahan mereka.

Perilaku-perilaku ini tentu saja tidak konsisten dengan efisiensi pasar dan *rational decision theory* yang mendasarinya. Menurut CAPM, *return* yang tinggi hanya dapat diperoleh dari risiko yang tinggi pula. Penjelasan tentang perilaku investor yang didasarkan pada ketidakefisienan pasar sekuritas dipelajari dalam studi perilaku yang disebut dengan *behavioural finance*.

Beberapa teori yang terkait dengan *behavioural finance* adalah *Prospect Theory*. Teori ini menjelaskan bahwa seorang investor yang menentukan sebuah investasi berisiko (merupakan suatu prospek) akan mengevaluasi prospek untung dan rugi secara terpisah (Kahneman dan Tversky, 1979). Pemisahan ini bertentangan dengan *decision theory* yang menyatakan investor akan mengevaluasi keputusan berkaitan dengan pengaruhnya terhadap total kesejahteraan. Evaluasi yang terpisah ini merupakan implikasi dari konsep psikologi *narrow framing*, dimana individu akan menganalisa suatu masalah dengan melakukan isolasi, sebagai cara untuk mengekonomisasikan usaha pengambilan keputusan. Usaha ekonomis dalam pengambilan keputusan berasal dari keterbatasan perhatian dari individu. Hasilnya utilitas individu dalam teori prospek memiliki deviasi tinggi dari 0 untuk suatu prospek tertentu yang masih ditanyakan bukan ke total kesejahteraaannya. Fungsi utilitas dalam teori prospek dapat dilihat pada gambar berikut.



Teori prospek berasumsi ketika menghitung nilai harapan dari suatu prospek maka setiap individu akan mempertimbangkan *under* atau *overweight* probabilitas mereka. *Overweight* ini dianggap sebagai konsekuensi dari sikap terlalu percaya diri. Kombinasi dari evaluasi terpisah atas untung dan rugi ini, dan *overweighting* probabilitas memicu perilaku irasional yang besar. Di bawah teori prospek, perilaku investor tergantung pada cara yang kompleks untuk probabilitas pembayaran yang berbeda dengan teori Baye's, penghindaran risiko untuk mendapatkan laba, dan pengambilan risiko yang berkaitan dengan rugi.

Clean surplus theory memunculkan beberapa penelitian empiris, diantaranya penelitian yang membandingkan kemampuan prediksi dividen, arus kas dan laba residual. Dalam kondisi ideal, model tersebut menghasilkan hasil yang sama, tetapi pada kondisi tidak ideal, model dapat menghasilkan prediksi yang lebih baik. Hal tersebut dilakukan oleh Courteau, Kao, dan Richardson (2001) yang meneliti kemampuan prediksi dari 3 model menggunakan prediksi analisis laba dengan persamaan *earnings dynamic*. Penelitian lain adalah mengenai prediksi laba masa depan, karena laba adalah input utama dalam estimasi *goodwill*. Penelitian tersebut menguji bagaimana informasi lain dapat memperbaiki prediksi laba dan harga saham. Hal ini menunjukkan perubahan dari penelitian perpektif informasi, yang menguji pengaruh informasi ke harga saham, ke perpektif pengukuran. Lev dan Thiagarajan (1993) dalam penelitiannya menunjukkan bagaimana sinyal fundamental dari laporan keuangan tahun berjalan mampu memprediksi perubahan laba masa depan. Penelitian lain atas model Ohlson adalah yang berhubungan dengan *earnings dynamic*, dimana *earnings dynamic* dipakai untuk memprediksi laba masa depan. Penggunaan lain dari model ini adalah untuk mengestimasi biaya capital perusahaan.

KESIMPULAN

Informasi merupakan data yang penting untuk pertimbangan pengambilan keputusan. Dalam pasar modal, keputusan pembelian oleh investor didasarkan atas informasi yang dimilikinya. Untuk memperoleh informasi yang relevan dan reliabel, investor membutuhkan informasi yang valid, tepat waktu, dan merefleksikan kondisi perusahaan. Informasi yang digunakan oleh investor dapat berupa informasi akuntansi ataupun informasi yang lain.

Informasi akuntansi dapat memberikan pemahaman bagi investor tentang nilai perusahaan. Penelitian tentang kemanfaatan kandungan informasi akuntansi telah banyak dilakukan. *Effisien Market Hypothesis* dapat digunakan untuk menjelaskan pentingnya informasi akuntansi sebagai dasar pengambilan keputusan investor. Dalam perkembangannya informasi akuntansi ternyata juga bersaing dengan informasi non akuntansi. Hal inilah yang harus menjadi bahan pertimbangan akuntan agar dapat memberikan informasi yang berbobot untuk investor.

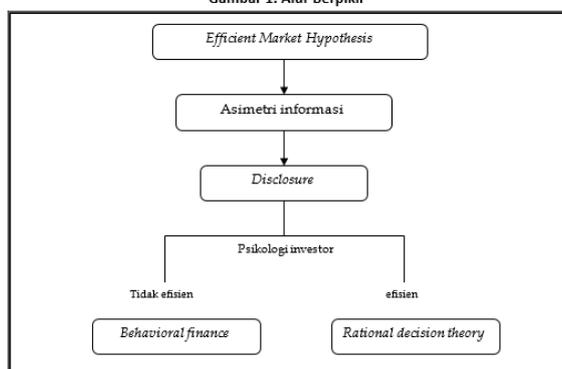
Kita memahami bahwa harga pasar merefleksikan semua informasi yang ada. Pasar yang efisien mencerminkan bahwa semua informasi yang tersedia digunakan untuk pengambilan keputusan bagi investor. Namun terdapat implikasi penting dari pasar efisien yaitu adanya asimetri informasi, yang dapat digunakan oleh sebagian pihak untuk mengambil keuntungan atas informasi lebih yang dimilikinya. Asimetri informasi memiliki kecenderungan untuk menimbulkan pasar yang tidak efisien.

Untuk mengatasi permasalahan asimetri informasi, maka *disclosure* informasi diharapkan dapat menjawabnya. *Disclosure* yang diregulasi oleh badan yang berwenang, dapat memaksa perusahaan untuk menerbitkan semua informasi yang tersedia kepada publik. Hal ini dapat mengurangi munculnya asimetri informasi dan investor yang berkecenderungan memiliki informasi lebih untuk keuntungan sendiri. Dengan adanya *disclosure*, diharapkan pasar menjadi efisien kembali.

Dalam praktek investor yang berbeda akan memproses suatu informasi dengan cara yang berbeda pula. Dengan kata lain, terdapat kecenderungan investor yang berbeda akan bereaksi secara berbeda terhadap informasi yang sama. Yang dimaksud dengan secara penuh pasar akan merefleksikan informasi yang ada adalah bahwa tidak berarti investor akan bertindak selalu benar, tetapi berarti bahwa secara rata-rata pasar akan menggunakan informasi yang tersedia. Kondisi demikian dapat menimbulkan ketidakefisienan pasar sekuritas.

Ketidakefisienan pasar sekuritas yang dijelaskan karena perilaku investor dapat dipelajari dalam *behavioural finance*. Studi tersebut memberi dasar tentang alasan investor berperilaku tidak efisien, serta tidak mencerminkan informasi yang tersedia. Studi *behavioural finance* belum banyak dilakukan di pasar modal. Penelitian dalam kajian keperilakuan dapat dilakukan dengan studi eksperimen. Hal ini perlu dijadikan pertimbangan untuk membuat studi yang mencari bukti langsung perilaku investor.

Gambar 1. Alur Berpikir



Secara umum kesimpulan atas dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1. Kesimpulan

DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R. dan P. Brown (1986), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn.
- Beaver, William, H. (1986), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. 2nd Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Brown S., K. Lo dan T. Lys (1999), Use of R2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance Over The Last Four Decades, *Journal of Accounting and Economics*, Desember.
- De Bondt W.F.M dan R. Thaler (1985), Does The Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, July.
- Dyckman, Thomas, R. dan , Dale Morse (1986), *Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*, Prentice Hall, New Jersey.
- Fabbozi, Frank E. dan Franco Modigliani (1996), *Capital Markets, Institutions, and Instruments*, 2nd Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Fama, Eugene F. (May 1970), "Efficient market: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Francis, J.,K. Shipper dan L. Vincent (2002), Expanded Disclosure and The Increased Usefulness of Earning Announcements, *The Accounting Review*, July.
- Haugen, Rober A. (2001), *Modern Portfolio Theory*, 5th Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Hirshleifer, D. (2001), Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance*, August.
- Jones, Charles P. (1998), *Investment: Analysis and Management*, John Wiley and Son, California, 6th Edition.
- Kahneman, D. dan A. Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrics*.
- Lev B. (1989), On The Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, Suplemen.
- Lev B. dan P. Zarowin (1999), The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them, *Journal of Accounting Research*, September.
- Scott, W.R. (2009), *Financial Accounting Theory*, 5th edition, Prentice Hall, Canada.
- Wentzel, K. (2002), "The Influence of Fairness Perceptions and Goal Commitment on Managers' Performance in a Budget Setting", *Behavioral Research in Accounting*, Vol. 14, pp. 247-271

