

ARAH DAN PERKEMBANGAN PARADIGMA PENELITIAN AKUNTANSI KEUANGAN DAN MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS PASAR MODAL

Whedy Prasetyo

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Jember
Jl. Jawa No.17 Tegalboto, Kotak Pos 125 Jember, 68121

Abstract

Research paradigm of financial accounting and financial management based on capital market could be divided into five focus research areas, they were: market efficiency, economic consequences, income (earning) as a capital market research variable, accounting Information content except profit, and methodology. It was based on Ball and Brown research (1968), which focused on the relationship of accounting earnings information on stock values. The purpose of this article was to describe research paradigm of financial accounting and financial management which used the same information based on the capital market. Therefore this article described capital market variables that focused on five variables; market efficiency, economic consequences, earning as a capital market research variable, accounting information content except profit, and methodology. The existence of these variables would explain the accounting practices used as the basis in the capital market.

Key words: *accounting information, economic consequences, earning, market efficiency, methodology*

Pengertian pasar modal menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal pasal 1 angka (13) sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Selanjutnya Pasal 1 angka (5) yang dimaksud efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Pasar modal sebagai tem-

pat transaksi untuk investasi tidak langsung dalam bentuk penyertaan modal, menjadi penting fungsinya untuk mempertemukan pihak yang memerlukan dana dengan pihak yang ingin (Isyнуwardhana, 2011).

Pasar modal merupakan bagian dari pasar keuangan, yang menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Perbedaan mendasar antara pasar modal dan pasar-pasar yang lain terletak pada objek yang ditransaksikannya. Dalam pasar modal yang menjadi objek analisis transaksi adalah saham, obligasi, dan berbagai instrumen derivatif lainnya seperti *option, warrant, right*, dan lain-lain

Korespondensi dengan Penulis:

Whedy Prasetyo: Telp./Fax.+62 331 332150

E-mail: whedy.p@gmail.com

(Pracoyo & Wijaya, 2011). Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal melibatkan 2 (dua) pihak yaitu pihak yang kelebihan dana (*leander*) dan pihak yang membutuhkan dana (*borrower*). Fungsi keuangan ditunjukkan dengan kemungkinan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik yang dipilih. Bagi pihak yang membutuhkan dana, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan, atau pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrower* dan para *leander* untuk menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut (Syriopoulos, 2007).

Analisis penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal mempunyai kerangka pemikiran dari implementasi berkembangnya pendekatan teori akuntansi positif yang bertujuan untuk menjelaskan studi akuntansi yang terjadi, dan lebih mendasarkan pada hasil penelitian empiris sebagai dasar dalam pengujian teori yang ada dalam menjelaskan studi akuntansi yang sedang berlaku. Perkembangan penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan ini, mulai berkembang sejak ditemukannya bukti empiris tentang manfaat laba dalam memprediksikan kembalian (*return*) saham di masa depan yang dilakukan oleh Ball & Brown (1968). Hasil penelitian empiris Ball dan Brown ini dapat dikatakan sebagai monumental bagi penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal tentang manfaat informasi akuntansi di pasar modal bagi pelaku pasar modal, penelitian ini terus memberikan petunjuk dan dorongan kepada mereka yang berharap untuk lebih memahami *decision usefulness* laporan keuangan (Ane & Ureche-Rangau, 2006).

Dalam arah perkembangannya, paradigma penelitian akuntansi berbasis pasar modal mengikuti pandangan dari pendekatan akuntansi positif.

Penelitian pasar modal yang memungkinkan para investor memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik. Di mana perusahaan yang sehat dan memiliki prospek yang baik tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang tertentu saja. Penyebaran kepemilikan secara luas dapat mendorong perkembangan perusahaan menjadi lebih transparan (Bohl & Brzeszczy-nski, 2006).

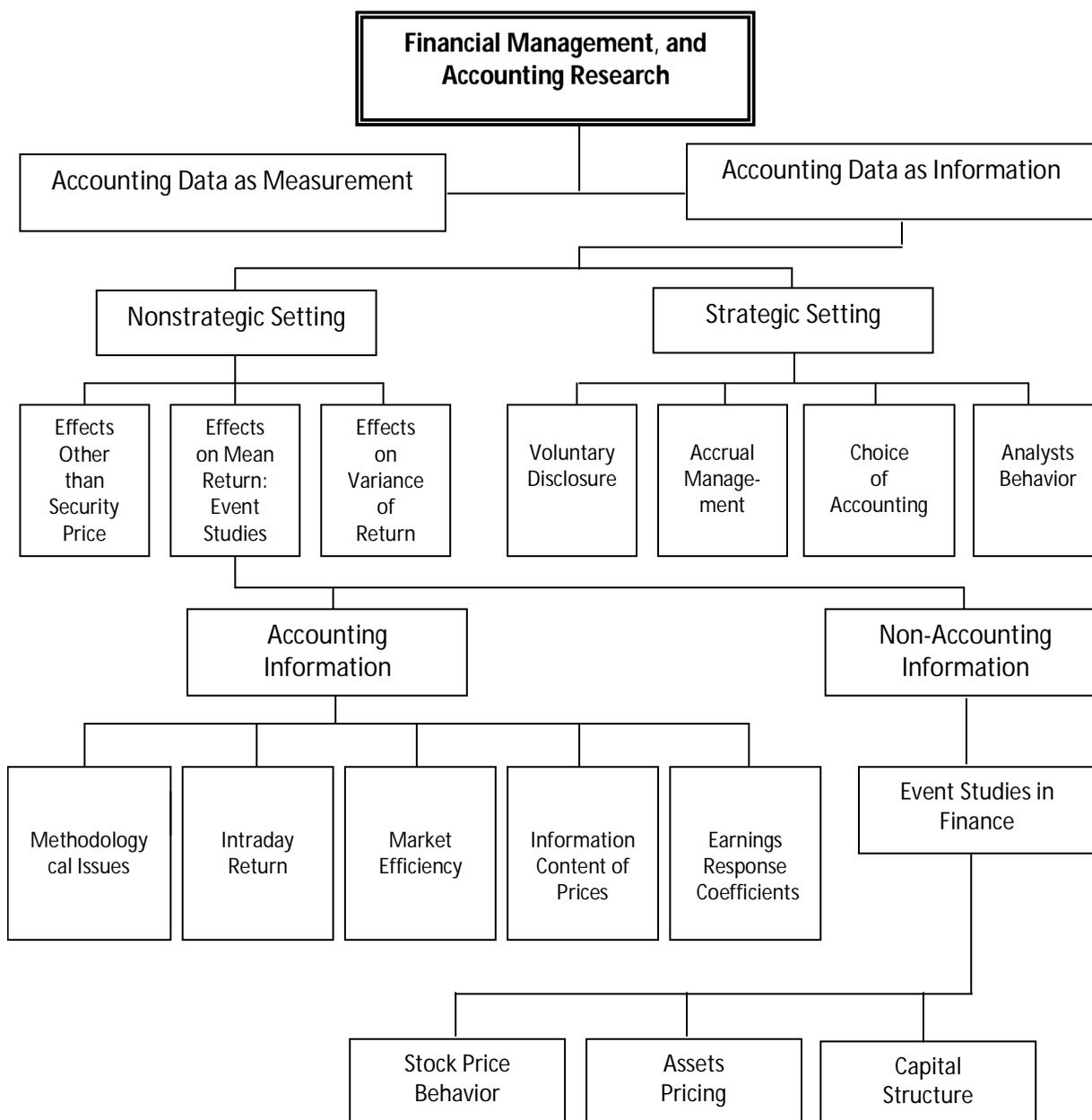
PARADIGMA PENELITIAN AKUNTANSI KEUANGAN DAN MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS PASAR MODAL

Paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) dengan berbasis pada pasar modal dapat dikelompokkan menjadi 5 (lima) bidang fokus penelitian, adalah: (1) Efisiensi pasar, (2) Konsekuensi ekonomi, (3) Laba (*Earning*) sebagai variabel riset pasar modal, (4) *Information content* akuntansi selain laba, dan (5) Metodologi (Bernard, 1989; Booth *et al.*, 2006). Selanjutnya Beaver (1996) menjelaskan mengenai arah penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan ke dalam bentuk diagram, yang dijelaskan pada Gambar 1. Dalam bentuk diagram ini, paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) dijelaskan bahwa penelitian akuntansi keuangan yang menggunakan data akuntansi tetapi tidak mengkaitkan dengan pasar modal disebut sebagai *accounting data as measurement* atau *fundamental analysis* atau *nonmarket based research*. Penelitian ini lebih mengarahkan pada kegunaan data akuntansi yang ada selain pada pasar modal sebagai alat ukur atau tanpa melibatkan pasar modal (perusahaan yang belum *go public*). Sedangkan, penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) yang berhubungan dengan menggunakan instrumen pasar modal sebagai pengambilan keputusan disebut sebagai *accounting data as information* atau menganggap data akuntansi sebagai informasi.

Hasil Penelitian Ball dan Brown (1968)

Pada tahun 1968, Ball dan Brown mengawali penelitian empiris berbasis pasar modal, hasil penelitian ini sebagai pelopor dalam menimbulkan para-

digma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal. Penelitian monumental Ball & Brown (1968), memfokuskan pada hubungan informasi laba akuntansi terhadap



Gambar 1. Arah Penelitian Akuntansi Keuangan dan Manajemen Keuangan

Sumber: *Financial Accounting Research* (Beaver, 1996)

nilai saham. Penelitian ini mengambil fokus data atas laba tahunan selama lebih dari sembilan tahun yaitu antara tahun 1957 sampai tahun 1965, dengan meneliti sampel dari 261 perusahaan yang terdaftar dalam *New York Stock Exchange* (NYSE). Penelitian ini menekankan pada isi informasi laba terhadap pengeluaran komponen-komponen laporan keuangan yang informatif, hal ini didasarkan bahwa laba perusahaan di NYSE diumumkan di media utama untuk pengeluaran laporan tahunan aktual sehingga sangat mudah sekali untuk menentukan laporan informasi tersebut pertama kalinya menjadikan informasi publik.

Tugas dari Ball dan Brown yang pertama, adalah menghitung isi informasi pendekatan. Perhitungan yang dipakai yaitu apakah laba yang diterima lebih besar daripada apa yang diharapkan pasar (*Good News/GN*) atau kurang dari yang diharapkan (*Bad News/BD*) dengan menggunakan dua perwakilan. Wakil pertama berdasarkan pada "*accounting beta*" yaitu jika, pada tahun-tahun laba pada suatu perusahaan berhubungan dengan laba perusahaan-perusahaan yang lain dengan cara khusus, kemudian pengetahuan tentang hubungan masa lalu tersebut bersama dengan pengetahuan laba dan perusahaan-perusahaan lain pada tahun tersebut, memberikan keyakinan untuk laba perusahaan pada saat itu. Jadi terpisah dari pengaruh keputusan. Wakil kedua memperkirakan harapan pasar dan pendapatan pada saat ini adalah sama dengan pendapatan aktual pada tahun lalu, jika ada pendapatan yang tidak diharapkan, itu hanya perubahan pada pendapatan saja. Kedua wakil ini memberikan hasil yang sama sehingga Ball dan Brown lebih menggunakan pada *accounting beta* yaitu:

$$E_{jt} = \alpha + \beta_{E_{mt}} + e$$

Keterangan:

β : *accounting beta*

E: reaksi pasar

Ball dan Brown meneliti data setiap perusahaan yang digunakan sebagai sampel dan setiap pengeluaran penghasilan dari perusahaan digolongkan kedalam GN atau BN, relatif atau harapan.

Langkah kedua yaitu mengevaluasi laba pasar pada saham-saham yang dimiliki perusahaan sampel dalam waktu berdekatan dengan pengumuman laba. Sebagian besar hal ini dilakukan berdasar pada prosedur laba abnormal. Perbedaannya, harga terletak pada penggunaan laba triwulan, yaitu mengkalkulasikan *actual return* dimana 0,0015 dianggap hasil dari *abnormal return* dari 0,006. Studi penelitian Ball dan Brown selanjutnya mengulangi kalkulasi *abnormal return* surat berharga untuk *wide window* setiap 11 bulan yang mendahului dan 6 bulan yang mengikuti dimana *earnings* diumumkan (bulan 0), dengan mengkalkulasi rata-rata *abnormal return* setiap bulan selama 18 bulan *wide window*. Hasil yang menunjukkan hubungan antara perubahan tingkat kembalian dan perubahan laba, dan laba tahunan tidak meningkat secara tinggi sebagai satu sumber informasi pada suatu waktu tertentu meskipun bukti tersebut konsisten dengan informasi mengenai laba, sehingga informasi laba triwulan dalam satu tahun dapat berfungsi sebagai prediksi untuk laba tahunannya. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah; (1) laba bersih untuk mengukur *earning*, (2) laba bersih per lembar saham (*earning per share*) untuk mengukur *earning*, dan (3) laba bersih per lembar saham dengan pendekatan *time series*. Semua variabel memberikan hasil umum yang sama, bagian tertinggi yaitu rata-rata kumulatif dari *abnormal return* untuk pengumuman GN *earning* dalam pengujian sampel, bagian dasar menunjukkan hal yang sama untuk BN pengumuman perusahaan.

Efisiensi Pasar Modal

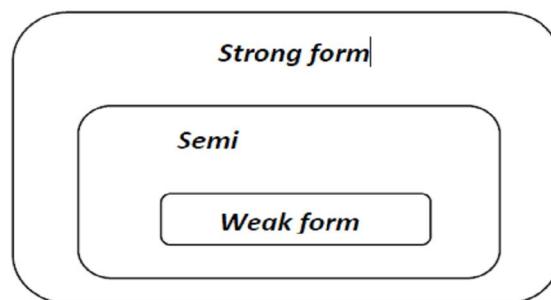
Penelitian efisiensi pasar modal mempertimbangkan interaksi investor dalam suatu pasar modal, yang secara umum bertujuan untuk mengeta-

hui reaksi pasar atas semua informasi yang masuk untuk mencapai kondisi perubahan atau keseimbangan harga yang baru. Penelitian ini mendasari hipotesis efisiensi pasar modal (*Efficient Securities Market Hypothesis*) dengan didasarkan pada asumsi bahwa pasar modal merupakan pasar yang bersaing, artinya pencapaian kesinambungan penawaran dan permintaan untuk setiap surat berharga, sehingga bila surat-surat berharga mencerminkan sepenuhnya semua informasi yang tersedia, artinya tidak ada informasi yang relevan diabaikan pasar (Agarwal *et al.*, 2005).

Secara teoritis, pasar yang efisien harus memenuhi kondisi berikut: (1) tidak ada biaya transaksi dalam jual-beli surat berharga, (2) semua informasi sama tersedia bagi semua pedagang tanpa dipungut biaya, (3) para pedagang mempunyai harapan yang sama mengenai implikasi informasi yang tersedia. Yang diperlukan agar pasar efisien adalah, bahwa semua informasi segera tercermin di dalam harga surat berharga atau dengan keterlambatan minimum dan tidak bias. Sehingga pasar yang efisien seharusnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan artinya (1) informasi dalam bentuk perubahan harga diwaktu yang lalu, (2) informasi yang tersedia kepada publik (*public information*), dan (3) informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak (*public and private information*). Keadaan ini mendorong semakin cepat informasi baru tercermin pada harga saham, semakin efisien pasar modal tersebut (Fujii, 2005).

Pasar efisien juga harus mampu menciptakan kondisi pasar yang mampu bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai perubahan harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, sekaligus dapat mengurangi resiko (Dellas & Hess, 2005). Dengan demikian, terdapat adanya suatu hubungan yang erat antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan keseimbangan (*equilibrium*) dengan konsep efisiensi pasar yang mampu untuk mencoba

menjelaskan suatu hubungan bagaimana pasar modal akan memproses informasi untuk menuju pada suatu posisi keseimbangan yang baru (Bohl & Brzeszczy-nski, 2006). Secara umum efisiensi pasar didefinisikan sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Terdapat tiga hipotesis pasar efisien secara informasi, yaitu Hipotesis pasar efisiensi berbentuk lemah (*weak form*), Hipotesis pasar efisiensi berbentuk setengah kuat (*semistrong form*), dan Hipotesis pasar efisiensi berbentuk kuat (*strong form*). Hubungan antara ketiga bentuk pasar modal efisien tersebut dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Hubungan Ketiga Bentuk Pasar Modal Efisien

Ketiga bentuk efisiensi pasar ini berhubungan satu sama lain. Hubungan ini berupa tingkatan yang kumulatif yaitu bentuk lemah merupakan bagiandari bentuk kuat. Dari Gambar 2 terlihat bahwa dalam pasar bentuk lemah dikatakan efisien dengan informasi yang cukup minim menempati tempat yang sempit ditengah dengan hanya mengandalkan informasi sekuritas masa lalu pada pasar modal. Bentuk pasar semi kuat dikatakan efisien jika harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk umum termasuk masa lalu dari perdagangan, harga, dan volume perdagangan. Adapun pasar bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang tersedia untuk umum dan informasi yang hanya dimiliki oleh kelompok tertentu dalam harga pasar sekuritas (Pracoyo & Wijaya, 2011).

Keadaan pasar modal yang efisien tersebut, dapat dilakukan pengujian tentang efisiensi pasarnya, dapat dilakukan dengan menggunakan informasi akuntansi dan informasi bukan akuntansi. Penggunaan informasi akuntansi dalam pengujian efisiensi pasar dilakukan dengan melalui pengujian reaksi pasar atas pengumuman informasi akuntansi. Umumnya pengujian ini dilakukan dalam kondisi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) dan lebih dikenal dengan studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa ialah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman. Studi peristiwa ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar setengah kuat (Dellas & Hess, 2005). Pengujian kandungan informasi yang dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan, selanjutnya perubahan harga saham diprosikan oleh ada tidaknya *abnormal return* (Agarwal et al., 2005).

Apabila pengujian melibatkan kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Informasi akuntansi yang banyak digunakan di dalam pengujian ini antara lain: (1) pemecahan saham (*stock split*), (2) penawaran perdana (*initial public offering*), (3) pengumuman laba, (4) pengumuman deviden, (5) pengaruh suku bunga, (6) merger, (7) selisih kurs, (8) dan lain-lain. Pengujian efisiensi pasar dapat juga dilakukan dengan menggunakan informasi bukan akuntansi melalui pendugaan hasil dari *return* saham yang dihasilkannya. Pengujian ini lebih tepat untuk efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Ada beberapa teknik yang dapat digunakan dalam pengujian ini antara lain: (1). pengujian secara statistik, pengujian ini dapat dilakukan untuk mengetahui bagaimana independensi hu-

ubungan variabelnya. hubungan ini diperoleh melalui korelasi serialnya atau regresi liniernya, dan pengujian runtun (*run test*), (2) pengujian secara *cyclical*, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat pola atau susunan pergerakan harga atau sekuritas tertentu yang terjadi pada suatu periode waktu tertentu, (3) pengujian secara aturan perdagangan teknis, pengujian ini dapat dilakukan dengan memanfaatkan pola perubahan harga sekuritas. Pola ini disebut pula sebagai strategi aturan penyeleksian dengan memfokuskan strategi waktu untuk melakukan transaksi (Fujii, 2005).

Pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat (*strong form*) banyak dilakukan melalui pengujian dengan menggunakan informasi privat. Pengujian informasi privat ini mempunyai sifat yang hasilnya tidak dapat diobservasi secara langsung. Oleh karena itu, pengujian ini harus menggunakan proksi. Penggunaan proksi untuk memudahkan dalam menentukan informasi privat yang ada di dalam perdagangan sekuritas, proksi yang digunakan dalam pengujian efisiensi pasar ini adalah *return* yang diperoleh oleh *corporate insider* dan *return* yang diperoleh oleh pendapatan reksa dana (yaitu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi (Pasal 1 angka (27) Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995). Proksi yang digunakan ini diasumsikan dapat mempunyai informasi privat yang ada di dalam perdagangan sekuritas.

Konsekuensi Ekonomi

Konsekuensi ekonomi sebagai konsep bahwa kebijakan akuntansi dapat memengaruhi atau memberi dampak pada manajemen perusahaan, sehingga berhubungan dengan investor yang memiliki perusahaan karena manajemen dapat merubah operasi aktual perusahaan oleh perubahan kebijakan akuntansi. Pemahaman ini penting

karena; (1) penerapan kebijakan akuntansi berasal dari konsekuensi ekonomi, (2) konsep konsekuensi ekonomi konsisten dengan pengalaman dunia nyata, (3) kebijakan akuntansi sebagai tanda yang kredibel dari informasi bagian dalam perusahaan. Paradigma akuntansi keuangan dan manajemen keuangan yang berfokus kepada konsekuensi ekonomi bertujuan untuk mengukur pengaruh atas standar akuntansi terhadap kinerja perusahaan atau pada reaksi pasar modal. Tinjauan konsekuensi ekonomi berasal dari pengembangan faktor yang dapat menjelaskan perbedaan prosedur akuntansi diantara berbagai perusahaan (Douglas, 1997; Kayhan & Titman, 2007).

Menurut Zeff (1978), dalam artikelnya "*The Rise of Economics Consequences*", berpendapat bahwa konsekuensi ekonomi sebagai pengaruh laporan akuntansi terhadap perilaku pembuat keputusan bisnis, pemerintah dan kreditor, artinya laporan akuntansi dapat memengaruhi keputusan riil yang dibuat oleh manajer atau yang lain. Akibatnya mereka akan berusaha untuk mencoba memengaruhi penentuan standar akuntansi keuangan yang disusun oleh *Accounting Principle Board* (pendahulu *FASB*) dan pendahulunya *The Committee on Accounting Procedure*. Pilihan kebijakan akuntansi memiliki konsekuensi ekonomi untuk berbagai pengguna laporan keuangan, meskipun kebijakan tersebut tidak secara langsung memengaruhi arus kas aktivitas perusahaan. Akibatnya pengguna memilih dalam mengimplementasikan kebijakan akuntansi yang berbeda sesuai dengan tindakannya, hal ini melengkapi penyusunan standar akuntansi yang membutuhkan penyeimbangan pada pertimbangan akuntansi atau kondisi ekonomi sebenarnya dan faktor-faktor politik. Badan penyusun standar telah memberikan tanggapan dengan membawa pengguna yang berbeda pada usahanya, dan dengan mengeluarkan pengungkapan tanggapan untuk memberikan semua pihak yang tertarik kesempatan untuk menanggapi untuk menyatakan pendapat pada standar yang diusulkan, bertujuan un-

tuk meluaskan representatif pada badan penyusun standar itu sendiri. Pada akhirnya konsekuensi ekonomi dan pihak-pihak yang tertarik (auditor, manajer) merasakan hal ini penting, untuk memengaruhi pada proses pembuatan kebijakan akuntansi keuangan yang melibatkan beberapa pihak yang saling terkait seperti; *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*, *American Accounting Association (AAA)*, *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, *International Accounting Standard Board (IASB)*, *Securities and Exchange Commission (SEC)*, dan pihak-pihak lainnya, sehingga akan membantu dalam menentukan pilihan atau alternatif praktek-praktek akuntansi dalam penentuan kondisi ekonomi suatu perusahaan.

Semua keputusan kebijakan akuntansi harus memiliki konsekuensi ekonomi. Jika tidak terdapat konsekuensi ekonomi, maka tidak ada alasan untuk mengambil keputusan kebijakan. Konsekuensi yang diinginkan meliputi perbaikan informasi yang tersedia bagi investor dan pemakai lain dengan hasil yang memungkinkan adanya keputusan ekonomi yang lebih sehat atau pengurangan biaya pengumpulan informasi bagi para pemakai (Fujii, 2005). Konsekuensi ekonomi ini akan membawa pengaruh pada paradigma riset akuntansi keuangan dan manajemen keuangan yang berbasis pasar modal dalam menentukan perlunya konsekuensi ekonomi diketahui dalam kesesuaian antara standar dengan praktek-praktek akuntansi yang dijalankan sesuai keadaan perusahaan atau unit bisnis.

Laba (*Earning*) sebagai Variabel Penelitian Pasar Modal

Laba (*earning*) merupakan informasi utama yang disajikan dalam laporan keuangan, keberadaan laba ini dapat digunakan sebagai paradigma penelitian dengan mengorientasikan pada laba sebagai variabel penelitian pasar modal merupakan satu pendekatan dalam penelitian akuntansi keuangan yang dikenal dengan pendekatan keber-

manfaat keputusan (*decision usefulness*) (Ludvigson & Serena Ng, 2007). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa investor adalah rasional dalam pengambilan keputusannya dan menggunakan informasi keuangan untuk membuat keputusan yang baik. Kebermanfaatan informasi akuntansi khususnya laba dalam pengambilan keputusan investor di pasar modal, yang sering kali diproksikan oleh variabel pasar modal yaitu *return saham*.

Kebermanfaatan informasi akuntansi akan terasa jika perubahan harga saham berasosiasi dengan pengumuman laporan laba. Kondisi ini telah didukung oleh bukti empiris yang ditemukan pertama kali oleh Ball & Brown (1968). Bukti empiris lainnya yang mendukung kebermanfaatan informasi akuntansi antara lain adalah pengaruh penerbitan informasi laba pada *return* saham perusahaan yang tidak menerbitkan informasi, pengaruh penerbitan informasi laba pada volume perdagangan saham dan variabilitas *return* saham, laba sebagai alat prediksi yang signifikan mengenai laba mendatang untuk periode satu hingga delapan tahun mendatang. Penilaian atas keberadaan laba menurut Kayhan & Titman (2007), menyatakan bahwa tetap mendasarkan pada prinsip akuntansi, aplikasi akuntansi, dan risiko investasi.

Information Content Akuntansi Selain Laba

Kandungan informasi (*information content*) akuntansi lainnya selain laba yang sering digunakan sebagai variabel dalam paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal antara lain: (1) rasio keuangan, (2) arus kas, (3) *disclosure* laporan keuangan. Variabel kandungan informasi selain angka laba *bottom line* dalam penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal sering diasosiasikan dengan prediksi *return* saham perusahaan, prediksi tingkat pertumbuhan perusahaan, kinerja keuangan perusahaan (melalui *Rate of Return on Total Asset (ROA)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Financial Leverage*), prediksi tingkat kesulitan keuangan

(*financial distress*) perusahaan, prediksi perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi dan perusahaan yang akan dimerger atau diakuisisi, risiko keuangan perusahaan, dan risiko pasar.

Hasil penelitian yang dianggap sukses telah dilakukan oleh Ou dan Penman pada tahun 1989. Ou dan Penman menguji kemampuan rasio keuangan perusahaan dengan mengumpulkan 68 rasio keuangan selama tahun 1965 sampai 1972, yang selanjutnya dipilih menjadi 16 rasio dengan model regresi *multivariate*. Model ini digunakan untuk membuat prediksi dari tahun 1973 sampai 1983 yang bertujuan dalam memprediksi *return* sahamnya.

METODOLOGI PENELITIAN AKUNTANSI DAN MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS PASAR MODAL

Arah dan perkembangan paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal secara metodologi, antara lain adalah: (1) *beta* dan (2) model pengukuran *return* (*Capital Asset Pricing Model* atau *CAPM*, *Arbitrage Pricing Theory (APT)*, *Single Index Model*). Metode pengoreksian *beta* telah dikembangkan oleh Scholes & Williams (1977), Dimson (1979), dan selanjutnya Fowler & Rorke (1983) dengan menjelaskan bahwa koreksi *beta* bisa mengetahui perkembangan saham. Oleh karena itu, perlu adanya penyesuaian terhadap perhitungan *beta* sehingga bias *beta* di pasar yang tipis.

Metodologi *CAPM* pertama kali dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1969). Penerapan model *CAPM* membutuhkan banyak asumsi-asumsi yang harus dipenuhi. Oleh karena itu, riset yang berkaitan dengan *CAPM* banyak yang mengarah pada aspek metodologi tentang solusi dari asumsi tersebut. Kondisi ini juga sama dengan metodologi riset yang berkaitan *single index model* mengarah pada aspek metodologi yaitu *Multiple Index Models*.

Asumsi-Asumsi *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Tidak ada biaya transaksi, dengan demikian pemodal bias membeli atau menjual sekuritas tanpa menanggung biaya transaksi. Jika terdapat biaya transaksi, *return* dari setiap aset akan menjadi fungsi ada atau tidaknya yang dimiliki investor sebelum periode yang diputuskan. Aset dapat dipecah-pecah (*infinitely divisible*), artinya pemodal bias melakukan investasi sekecil apapun pada setiap jenis sekuritas.

Tidak ada pajak penghasilan perorangan (*personal income tax*). Hal ini berarti individu *indifference* terhadap *return* yang didapatkan (dividen atau *capital gain*). Pemodal tidak dapat memengaruhi harga saham dengan tindakan membeli atau menjual saham. Hal ini sejalan dengan asumsi pasar persaingan sempurna. Meskipun tidak ada pemodal individu yang dapat memengaruhi harga, tindakan pemodal secara keseluruhan dapat memengaruhi harga saham. Investor dalam membuat keputusan semata-mata berdasarkan pertimbangan *expected value* dan standar deviasi atas *return* portofolionya. Dalam mengambil keputusan portofolio, investor menggunakan kerangka acuan (Khajar, 2008).

Investor dapat melakukan *short sales unlimited lending and borrowing at the riskless rate*, Sehingga investor dapat menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama. Merupakan asumsi ke 8 dan 9, investor memiliki ekspektasi yang sama (*homogeneity of expectations*). Pertama, investor diasumsikan sangat perhatian dengan *mean* dan *variance* dari *return*, dan semua investor diasumsikan menggunakan periode yang sama. Kedua, semua investor diasumsikan memiliki ekspektasi yang identik (sama) terhadap input untuk keputusan portfolio. Adapun input merupakan *expected return*, *variance return*, *correlation matrix*. Asumsi ke 10, semua aset dapat diperjualbelikan, termasuk *human capital*, dapat diperjualbelikan (Lewellen & Nagel, 2006).

Arbitrage Pricing Theory

Stephen Ross mengembangkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) pada tahun 1976. Ross memulai dengan *single factor model* yang hampir sama dengan *market model*. Ketidakpastian dalam *return* aset bersumber dari dua hal, yaitu: faktor ekonomi makro dan faktor ekonomi mikro atau spesifik perusahaan.

APT pada dasarnya menggunakan pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. Konsep yang dipergunakan adalah hukum satu harga (*the law of one price*). Apabila aktiva yang berkarakteristik sama tersebut terjual dengan harga yang berbeda, maka akan terdapat kesempatan untuk melakukan *arbitrage* dengan membeli aktiva yang berharga murah dan pada saat yang sama menjualnya dengan harga yang lebih tinggi sehingga memperoleh laba tanpa risiko (Mun, 2007).

Pada model APT ini Ross, mengemukakan bahwa tingkat pengembalian setiap surat berharga merupakan fungsi linear dari perubahan seperangkat faktor-faktor dasar, yaitu F_k , yang berlaku bagi semua surat berharga. Model yang dikembangkan muncul berdasarkan pada ide bahwa dalam pasar finansial yang kompetitif, proses *arbitrage* akan membuat dua aset yang memiliki karakteristik sama, misal sama-sama *riskless*, akan memberi ekspektasi *return* yang sama pula. Proses *arbitrage* akan terjadi ketika ada dua aset yang sama karakteristik namun ekspektasi *return*-nya berbeda, dengan cara membeli aset yang harganya lebih murah dan menjual aset yang harganya lebih mahal. Jika kedua aset tersebut sama-sama *riskless* maka selisih harga tersebut menjadi pasti sehingga *arbitrator* akan memperoleh *return* tanpa menanggung risiko. Akibatnya permintaan atas aset yang berharga lebih murah akan meningkat sehingga harganya akan naik, sementara itu penawaran aset

yang berharga lebih mahal juga akan meningkat sehingga harganya akan turun. Proses *arbitrage* akan berhenti ketika dua aset yang sama karakteristiknya tersebut harganya sudah tidak berbeda.

Seasonal dan Size Anomalies

Salah satu ciri dari model *asset pricing* adalah ke-eksklusif-annya. Jika model tersebut memang benar maka tidak ada faktor lain selain variabel yang dimodelkan yang secara signifikan dan sistematis berpengaruh terhadap nilai sekuritas. Hasil beberapa uji empiris dari CAPM menemukan beberapa variabel signifikan dan secara sistematis berpengaruh terhadap *return* sekuritas sehingga berpengaruhnya variabel tersebut dianggap sebagai anomali.

Return sekuritas menunjukkan terjadinya *abnormal return* yang signifikan negatif pada hari senin. Temuan ini sering disebut *monday effect*. *Monday effect*, yang juga dikenal sebagai *week-end effect*, merupakan suatu *seasonal anomaly* (anomali musiman) atau *calendar effect* (efek kalender) yang terjadi pada pasar keuangan, yaitu ketika *return* saham secara signifikan negatif pada hari senin. Definisi lain mengatakan, *monday effect* adalah suatu bukti empiris bahwa rata-rata *return* saham pada hari senin menunjukkan angka negatif atau lebih rendah dibandingkan rata-rata *return* pada hari perdagangan lainnya (Budileksmana, 2005).

Namun setelah mempertimbangkan biaya transaksi maka *monday effect* tersebut secara ekonomis tidak lagi menguntungkan. Sementara itu variabel ukuran perusahaan sebagai variabel yang secara sistematis dan signifikan memengaruhi *return* sekuritas sehingga dianggap sebagai anomali yang kemudian dikenal dengan nama *small firm effect*. Perusahaan yang lebih kecil secara signifikan memperoleh *abnormal return* yang lebih besar.

Small effect ini dikuatkan oleh penelitian Fama & French (2004) yang menemukan bahwa hanya ukuran perusahaan dan *book-to-market equity* yang

berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu Cooper, McConnell, & Ovtchinnikov (2006) menemukan bahwa sekitar separuh dari *abnormal return* yang ditemukan oleh Reinganum terjadi di bulan Januari dan dari separuh tersebut setengahnya terjadi di lima hari pertama bulan Januari. Temuan ini menambah jenis anomali di pasar modal dengan variabel bulan Januari (*January Effect*). Selanjutnya *January effect* juga membuktikan adanya anomali atas *risk premium* hanya terjadi pada bulan Januari baik untuk perusahaan ukuran besar maupun kecil.

Timbulnya ketidakteraturan (anomali) merupakan salah satu bentuk fenomena di pasar yang seharusnya tidak muncul apabila pasar dikatakan sudah efisien. Anomali dapat menyebabkan investor akan dapat memanfaatkan suatu situasi tertentu untuk memperoleh *abnormal return*. Pada teori keuangan setidaknya dikenal empat macam bentuk anomali. Berbagai bentuk anomali yang dikemukakan antara lain anomali peristiwa, anomali musiman, anomali perusahaan dan anomali akuntansi.

Gejala anomali tersebut menyimpang dari hipotesis pasar modal efisien bentuk lemah. Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menganggap bahwa informasi yang terkandung dalam harga saham historis adalah sepenuhnya tergambarkan dalam harga saham yang sekarang, dan informasi tersebut tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *excess return*. Peristiwa *seasonal anomaly* atau *calendar effect* pada pasar finansial ini menyebabkan *return* pada hari senin dapat diprediksi berdasarkan data masa lalu sehingga akhirnya dapat dirancang suatu pedoman pasar yang dapat memanfaatkan pola musiman tersebut untuk mendapatkan *abnormal return*. Padahal di lain pihak, implikasi dari teori pasar modal efisien seharusnya tidak akan pernah ada pola pergerakan harga yang bersifat konstan dan bias dimanfaatkan untuk mendapatkan *abnormal return* secara konsisten.

Isu-isu lainnya yang terkait dengan aspek metodologi dalam penelitian akuntansi, dan manajemen keuangan berbasis pasar modal adalah

faktor-faktor yang melekat pada data, yang dapat menyebabkan hasil analisisnya menjadi bias. Faktor-faktor tersebut antara lain sebagai berikut: (1) *size effect*, (2) *industry effect*, (3) *confounding effect*, (4) multikolinearitas dan regresi, (5) normalitas data, dan (6) *level studies versus return studies*. Selain itu, dalam berbagai penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal ini umumnya menggunakan data sekunder atau bersifat *archival* yang mendasarkan dari pasar sekuritas.

PENUTUP

Paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pada pasar modal dapat dikelompokkan menjadi 5 (lima) bidang fokus penelitian, adalah: (1) Efisiensi pasar, (2) Konsekuensi ekonomi, (3) Laba (*Earning*) sebagai variabel riset pasar modal, (4) *Information content* akuntansi selain laba, dan (5) Metodologi. Dengan menggunakan dua langkah pengambilan yang dapat dilakukan yaitu *accounting data as measurement* atau *fundamental analysis* atau *nonmarket based research* dan *accounting data as information*.

Dengan berdasarkan pada hasil penelitian Ball & Brown (1968) yang mengawali penelitian empiris berbasis pasar modal, hasil penelitian ini sebagai pelopor dalam menimbulkan paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal, yang memfokuskan pada hubungan informasi laba akuntansi terhadap nilai saham. Hasil penelitian monumental ini, selanjutnya dikembangkan paradigma penelitian yang memfokuskan pada efisiensi pasar modal yang mempertimbangkan interaksi investor, dengan didasarkan pada tiga kondisi pasar yaitu pasar efisiensi berbentuk lemah (*weak form*), pasar efisiensi berbentuk setengah kuat (*semistrong form*) dan pasar efisiensi berbentuk kuat (*strong form*). Penelitian berdasarkan efisiensi pasar modal, merupakan salah satu paradigma penelitian di samping adanya konsekuensi ekonomi yang bertujuan mengukur pengaruh atas standar akuntansi terhadap kinerja

perusahaan atau pada reaksi pasar modal, keberadaan kinerja perusahaan selalu dikaitkan dengan laba. Laba ini dapat digunakan sebagai paradigma penelitian dengan mengorientasikan pada laba sebagai variabel penelitian pasar modal melalui pendekatan kebermanfaatan keputusan. Kandungan informasi (*information content*) akuntansi lainnya selain laba yang sering digunakan sebagai variabel dalam paradigma penelitian keuangan (akuntansi dan manajemen) berbasis pasar modal antara lain: (1) rasio keuangan, (2) arus kas, (3) *disclosure* laporan keuangan. Dengan mengembangkan metodologi, *beta*, dan model pengukuran *return* (*Capital Asset Pricing Model*, *Arbitrage Pricing Theory*, *Single Index Model*) serta *Seasonal dan Size Anomalies*.

Dengan mengetahui arah dan perkembangan paradigma penelitian akuntansi keuangan dan manajemen keuangan berbasis pasar modal, diharapkan akan memberikan kemudahan dan pemahaman dalam menentukan penelitian. Selanjutnya akan memberikan kemudahan dalam mengembangkan kemampuan dalam menentukan paradigma penelitian yang berkembang pada pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Ane, T., & Ureche-Rangau, L. 2006. Stock Market Dynamics in a Regime-switching Asymmetric Power GARCH Model. *International Review of Financial Analysis*, 15(2): 109–129.
- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., & Hassler, O. 2005. The Impact of the 2001 Financial Crisis and the Economic Policy Responses on the Argentine Mortgage Market. *Journal of Housing Economics*, 14(3): 242–270.
- Ball, R., & Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(Autumn): 159-178.
- Beaver, W.H. 1996. Directions in Accounting Research: NEAR and FAR. *Accounting Horizons*:113-124.
- Bohl, M.T & Brzeszczyński, J. 2006. Do Institutional Investors Destabilize Stock Prices? Evidence from an Emerging Market. *International, Financial, Markets, Institutions & Money*, 16(4): 370–383.

- Booth, G.G., Junttila, J., Kallunki, J-K., Rahiala, M., & Sahlstrom, P. 2006. How Does the Financial Environment Affect The Stock Market Valuation of R&D Spending? *Journal of Financial Intermediation*, 15(2): 197-214.
- Budileksmana. A. 2005. Analisis The Monday Effect di Bursa Efek Indonesia. *Symposium Nasional Akuntansi ke-VIII*. Solo: 491-503.
- Cooper, M.J., McConnell, J.J., & Ovtchinnikov, A.V. 2006. The Other January Effect. *Journal of Financial Economics*, 82(2): 315-341.
- Dellas, H., & Hess, M. 2005. Financial Development and Stock Returns: A Cross-country Analysis. *Journal of International Money and Finance*, 24(6): 891- 912.
- Fama, E. F., & French, K.R. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3): 25-46.
- Fujii, E. 2005. Intra and Inter-regional Causal Linkages of Emerging Stock Markets: Evidence from Asia and Latin America In and Out of Crises. *International, Financial, Markets, Institutions & Money*, 15(4): 315-342.
- Isywardhana, D. 2011. Analisis Kinerja Optimum Portfolio dengan Markowitz Model dan Single Index Model. *Call for Paper: Update Ekonomi, Akuntansi, dan Bisnis Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta: 28 Juni.
- Khajar, I. 2008. Pengujian Efisiensi dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia pada Saat dan Sesudah Krisis Moneter pada Saham-Saham LQ 45. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. 1(2): 144-164.
- Kayhan, A & Titman, S. 2007. Firms' Histories and Their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 83(1): 1-32.
- Lewellen, J., & Nagel, S. 2006. The Conditional CAPM Does Not Explain Asset-pricing Anomalies. *Journal of Financial Economics*, 82(2): 289-314.
- Ludvigsona, S.C., & Serena Ng. 2007. The Empirical Risk-return Relation: A Factor Analysis Approach. *Journal of Financial Economics*, 83(1): 171-222.
- Mun, K.C. 2007. Volatility and Correlation in International Stock Markets and the Role of Exchange Rate Fluctuations. *International, Financial, Markets, Institutions & Money*, 17(1): 25-41.
- Pracoyo, A., & Wijaya, E. 2011. Analisis Kinerja Saham Sektor Perbankan di BEI 2006-2011. *Call for Paper: Update Ekonomi, Akuntansi, dan Bisnis Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta: 28 Juni.
- Syriopoulos, T. 2007. Dynamic Linkages between Emerging European and Developed Stock Markets: Has the EMU any impact? *International Review of Financial Analysis*. 16(1): 41- 6.
- Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Tentang *Pasar Modal*.
- Zeff, S.A. 1978. The Rise of Economic Consequences. *The Journal of Accountancy*, 146(12): 56-63.