

TEORI AKUNTANSI KEUANGAN

BANDI

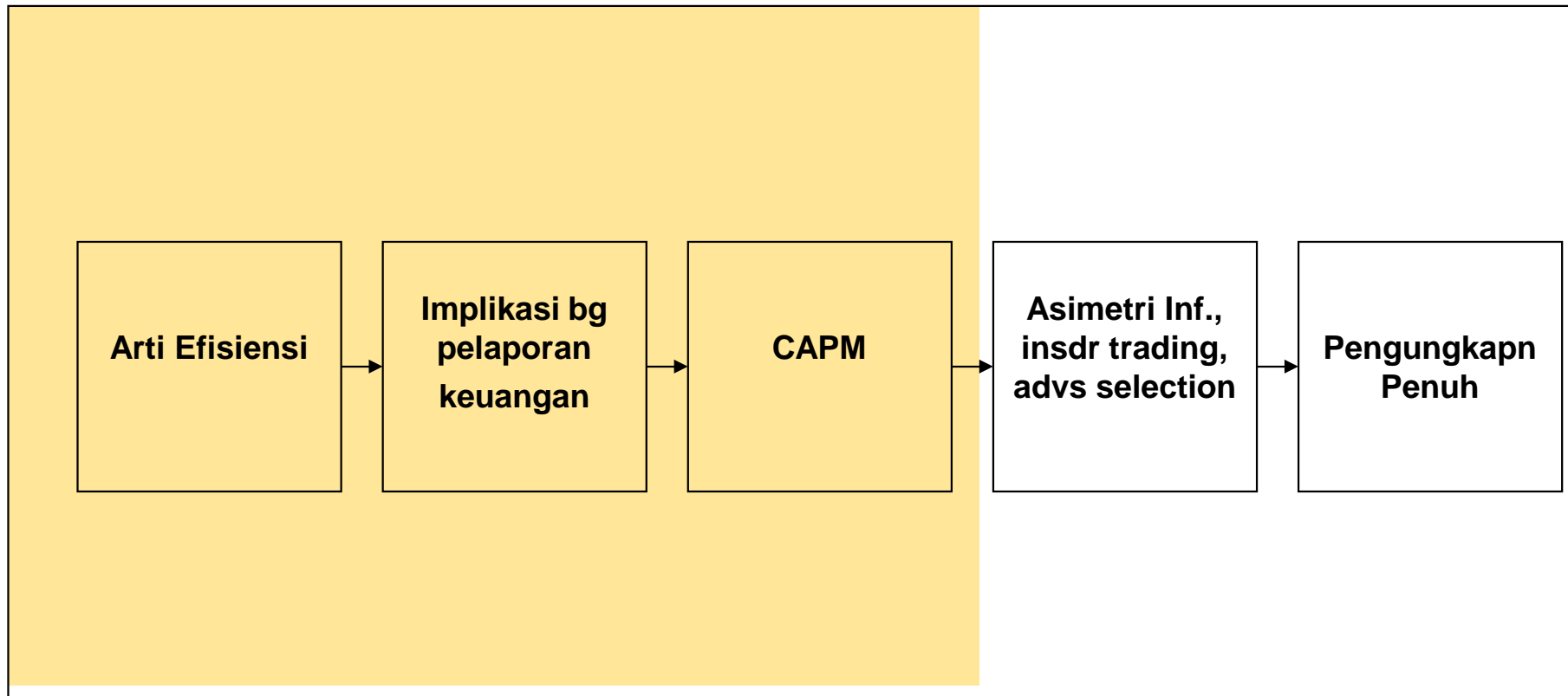
Chapter 4

EFFICIENT SECURITIES MARKET

Overview

- Teori psr sekuritas efisien memprediksi:
 - Hrg sekrts sbg akibat dr interaksi antar investor di pasar
 - Hrg skrts “merefleksikan scr penuh” kemampuan pengetahuan kolektif dan pemrosesan-informasi investor
- Implikasi efisiensi pasar sekuritas:
 - Melahirkan konsep pengungkapan penuh
 - Akuntansi bersaing dg sumber inf lain → agar survive hrs:
 - Relevan, reliabel, tepat waktu, efektif-kos
 - Alasan teoretikal keberadaan akuntansi krn asimetri informasi
 - Aki sbg mekanisme unt mengkomunikasikan inf relevan dari pihak dalam persh kpd pihak luar
 - Badan Standar Aki menerima implikasi pengungkapan penuh atas efisiensi psr
- Definisi efisiensi pasar → hub antara hrg sekuritas dg inf
 1. Beaver (1989): (1) definisi psr atas dasar nilai intrinsik sekuritas, dan (2) atas dsr distribusi dr informasinya
 2. Fama (1970): (3) pd akurasi dr harga sekuritas
 3. Jones (1995): (4) atas dsr proses dinamik

ORGANISASI Bab 4



DEFINISI EFISIENSI PASAR

- Ef. Pasar berdasar Nilai intrinsik sekuritas
 - Berasal dr praktik analis, → mencoba menemukan hrg yg kurang benar (*mispriced*)
 - Sekuritas yg *mispriced*= sekuritas yg hrg menyimpang dari n. intrinsik atau fundamentalnya
 - Ef pasar diukur dr seberapa jauh harga sekuritas menyimpang dr n. intrinsiknya (Beaver, 1989)
 - Pasar efisien: psr yg nilai-nilai sekuritasnya tdk menyimpang dr nilai-nilai intrinsiknya
- Ef. Pasar berdasar Akurasi dr ekspektasi harga
 - Fama (1970) psr dikatakan efisien jk harga sekuritasnya “mencerminkan scr penuh” inf yg tersedia
 - Dua asepek: “fully reflect” dan “information available”
 - Dikritik oleh
 1. Beaver (1989): definisi tdk jelas, td operasional dan sirkular
 2. Dyckman & Morse (1986) “fully reflect” adl tidak jelas

DEFINISI EFISIENSI PASAR

- Ef. Pasar berdasar Distribusi Informasi
 - Muncul krn penekanan pd “akurasi” dan mengabaikan penyebaran inf, dan asumsi semua investor sama dlm EKSPEKTASI dan KEPERCAYAAN
 - Beaver (1989): Pasar efisien jk dan hanya jk harga sekuritasnya bertindak seakan setiap orang mengamatai sistem inf tsb
 - Didasarkan pd lingkungan pasar yg statis
- Ef. Pasar berdasar Proses Dinamik
 - Mempertimbangkan distribusi informasi yg tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga akan menyesuaikan krn inf tidak simetri tsb.
 - Menekankan pd kecepatan penyebaran inf yg tidak simetris
 - Dikatakan efisien: jk penyebaran inf dilakukan secr cepat sehingga inf menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki inf tsb
 - Jones (1995), psr efisien: pasar yg hrg sekuritasnya secr cepat dan penuh mencerminkan semua inf yg tersedia thd aktiva tersebut.

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR

Ide pengujian tertuang dalam Hipotesis Pasar Efisien (HPE) atau Efficient Market Hypothesis (EMH)

Fama (1970) membagi pengujian EMH menjadi 3 kategori

1. Bentuk Lemah: seberapa kuat inf masa lalu dpt memprediksi return masa depan
2. Setengah kuat: seberapa cepat hrg sekuritas merefleksikan inf yang dipublikasikan
3. Kuat: untuk menjawab pertanyaan apakah investor memiliki inf privat yg tidak terefleksi di hrga sekuritas

Fama (1991) mengubah nama 3 kategori pengujian EMH menjadi:

1. Bentuk Lemah: diganti menjadi pengujian thd pendugaan return (test for return predictability)
2. Setengah kuat: diganti menjadi studi peristiwa (events study)
3. Kuat: diganti menjadi pengujian thd informasi privat (test for private information)

Hipotesis Pasar Efisien

- Suwardjono:

- Hipotesis pasar efisien hanya bermakna bila dikaitkan dengan seperangkat informasi yang disediakan atau tersedia dalam suatu sistem pelaporan keuangan.
- Pasar modal dikatakan efisien terhadap suatu informasi bila harga saham merefleksi secara penuh informasi tersebut.
- Atau, bila harga sekuritas merefleksi secara cepat dan penuh semua informasi yang tersedia dalam suatu sistem pelaporan keuangan.

- Jogiyanto:

- Bentuk efisiensi: (1) efisiensi scr informasi; (2) efisiensi scr keputusan
- Pasar efisien (scr informasi). : jika pasar bereaksi scr cepat dan akurat thd informasi. Ada 3 bentuk: (1) Lemah; (2) semi kuat; (3) kuat
- Pasar efisien (scr keputusan): jika semua inf tersedian dan semua pelaku pasar dpt mengambil keputusan dg cangguh.

Apakah Pasar Sekuritas Efisien?

- pertanyaan telah muncul: ukuran efisiensi pasar
 - jika valid = penting,
 - praktik pengendalian pada informasi suplemen, untuk melengkapi laporan keuangan berbasis biaya historis mendasar yg mungkin tidak secara lengkap efektif dlm memberikan informasi berguna untuk investor
- Jika pasar sekuritas tidak efisien secara penuh:
 - pelaporan keuangan perbaikan mungkin berguna dalam mengurangi ketidakefisienan, sehingga
 - bisa memperbaiki operasi pasar sekuritas.
- Premis pertanyaan tsb: rata-rata perilaku investor mungkin tidak berhubungan dengan teori keputusan rasional dan model investasi

Capital Asset Pricing Model-CAPM

- Fokus pada hubungan ekuilibrium antara risiko dan return harapan pada aset berisiko
- Dibangun atas teori portofolio Markowitz
- Tiap investor dianggap mendiversifikasi portofolionya sesuai dengan model Markowitz

Pendekatan CAPM

Langkah 1: estimasi tingkat bebas risiko ($=k_{RF}$)

→ Diambil dari keuntungan atas obligasi treasuri US

Langkah 2: Estimasi koefisien beta shm ($=b_i$)

→ Gunakan sbg indeks risiko shm, i berarti beta persh th i

Langkah 3: Estimasi rr harapan sekarang atas pasar atau rata-rata saham (k_M)

Langkah 4: Estimasi rr yg diminta atas shm

Substitusi nilai tsb ke dlm persamaan CAPM

$$= k_{RF} + (k_M - k_{RF}) b_i$$

Contoh:

Dengan pendekatan CAPM, PT NCC mengestimasi biaya modal pd: tingkat bebas risiko 8%, rr rata-rata 14%, koefisien beta shm 1.1. Berapa biaya modal shm biasa/ ekuitas (k_s)?

$$= 8\% + (14\% - 8\%) (1.1)$$

$$= 14.6\% \rightarrow \text{NCC lebih berisiko (dibanding rata-rata)}$$

→ jika beta shm 1, maka biaya ekuitas

$$= 8\% + (6\%) (1.0) = 14\%$$

Equilibrium Model: CAPM

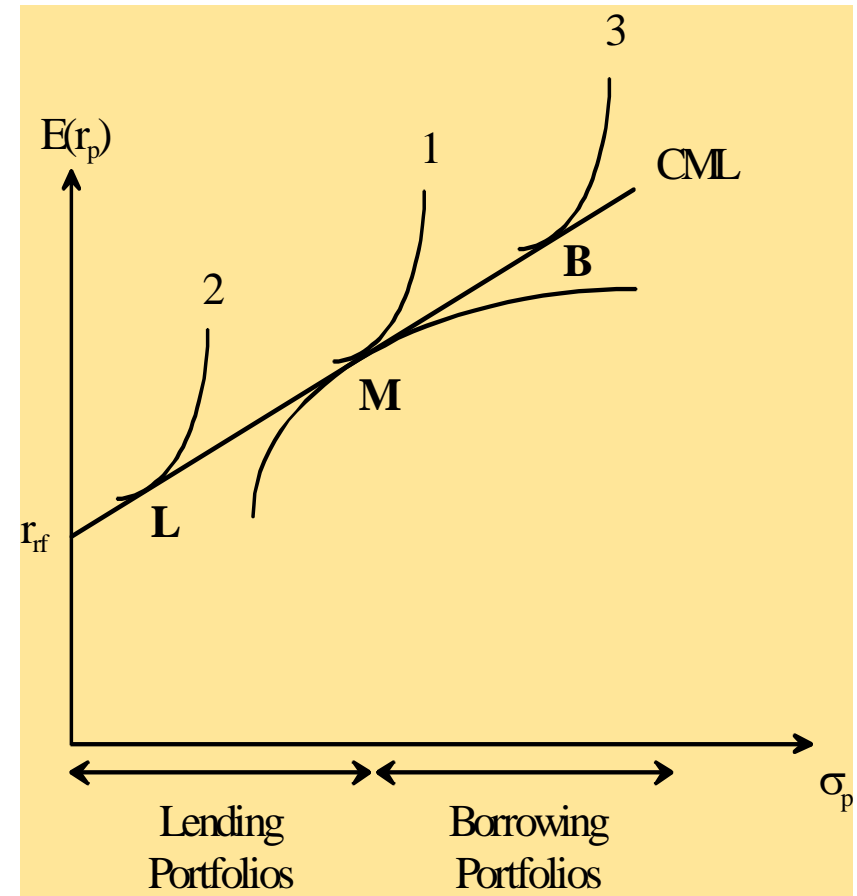
- Asumsi
 - Semua aset berisiko dimiliki oleh semua investor
 - Semua investor akan memiliki portofolio aset berisiko yang sama
 - portofolio adalah portofolio pasar—>nilai portofolio tertimbang dari semua aset berisiko.

CAPM Assumptions

- Semua investor:
 - Menggunakan informasi sama untuk menghasilkan batas investasi yang efisien (*efficient frontier*)
 - Memiliki horison waktu satu-periode
 - Dapat pinjam atau meminjamkan uang pada tingkat return bebas risiko
- Tidak ada biaya transaksi, tidak ada pajak pribadi, tidak ada inflasi
- Tak ada investor tunggal yang dapat mempengaruhi harga saham
- Pasar modal dalam ekuilibrium

Market Portfolio

- Implikasi paling penting dari CAPM
 - Semua investors memiliki portfolio optimal aset berisiko yang sama
 - Portofolio optimal berada pada titik tangen paling tinggi (*point of tangency*) antara RF dan *efficient frontier*
 - Portfolio semua aset berisiko merupakan portofolio berisiko optimal
 - Disebut portofolio pasar



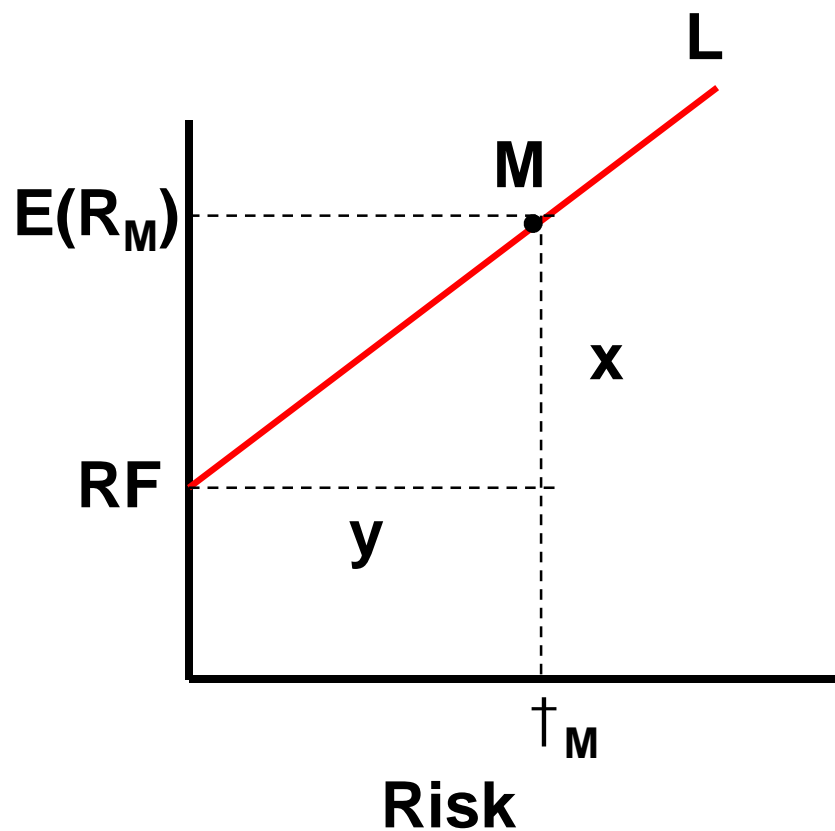
Characteristics of the Market Portfolio

- Semua aset berisiko harus berada dalam portofolio, sehingga didiversifikasi secara sempurna
 - Meliputi hanya risiko sistematis
- Semua sekuritas termasuk dalam proporsi pada nilai pasarnya
- Tak observabel tetapi diproksikan dengan S&P 500 (untuk Amerika)
- Mengandung aset seluruh dunia (*worldwide assets*)
 - Aset Finansial dan riil

Estimating the SML

- Tingkat bunga obligasi--*Treasury Bill* digunakan untuk mengestimasi RF
- Return pasar harapan tak observabel
 - Diestimasi menggunakan return pasar yang lalu dan digunakan sebagai nilai harapan
- Mengestimasi beta sekuritas individual sulit
 - Hanya faktor spesifik-perusahaan dalam CAPM
 - Memerlukan ramalan spesifik-aset

Capital Market Line



- Garis dari RF ke L adalah *capital market line* (CML)
- $x = \text{risk premium} = E(R_M) - RF$
- $y = \text{risiko} = \sigma_M$
- Slope = x/y
 $= [E(R_M) - RF] / \sigma_M$
- y -intersep = RF

Capital Market Line

- Slope CML adalah harga pasar risiko untuk portofolio efisien, atau harga ekuilibrium risiko di pasar
- Hubungan antara risiko dan return harapan untuk portofolio P (Persamaan untuk CML):

$$E(R_p) - R_F < \frac{E(R_M) - R_F}{\sigma_M} \sigma_p$$

Security Market Line

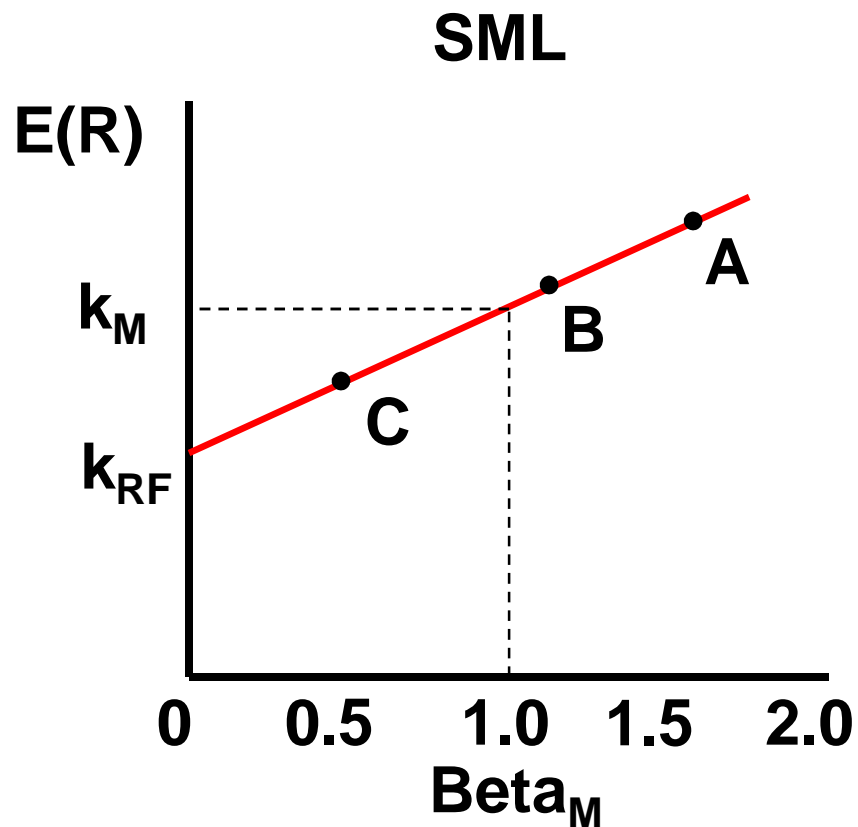
- Persamaan CML hanya aplikatif untuk pasar dalam ekuilibrium dan portofolio efisien
- CML menunjukkan pertukaran (*tradeoff*) antara risiko dan return harapan untuk sekuritas individual
- Di bawah CAPM, semua investor memiliki (*hold*) portofolio pasar
- Bagaimana sekuritas individual berkontribusi pada risiko portofolio pasar?

Security Market Line

- Kontribusi suatu sekuritas pada risiko portofolio pasar didasarkan pada beta
- Persamaan return harapan untuk saham individual

$$E(R_i) = R_F + \beta_i [E(R_M) - R_F]$$

Security Market Line



- Beta = 1.0 mengimplikasikan risiko pasar
- Sekuritas A dan B lebih berisiko daripada pasar
 - Beta >1.0
- Sekuritas C kurang berisiko daripada pasar
 - Beta <1.0

Security Market Line

- Beta mengukur risiko sistematis
 - Mengukur risiko relatif dibandingkan dengan portofolio pasar dari semua saham
 - Volatilitas berbeda dari pasar
- Semua sekuritas terletak pada SML
 - Return harapan pada sekuritas seharusnya hanya pada return yang diperlukan untuk berkompensasi bagi risiko sistematis

CAPM's Expected Return-Beta Relationship

- Return yang disyaratkan pada suatu aset (k_i) terdiri dari
 - Tingkat bebas risiko (*risk-free rate* --RF)
 - Tambahan risiko (*risk premium* ($\beta_i [E(R_M) - RF]$)
 - Tambahan risiko pasar disesuaikan untuk sekuritas khusus
- Semakin tinggi risiko sistematis, maka semakin besar return yang diharapkan

$$k_i = RF + \beta_i [E(R_M) - RF]$$

Estimating Beta

- Model Pasar
 - Menghubungkan return pada tiap saham terhadap return pada pasar, dengan menganggap hubungan linier
 - $R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$
- Garis Karakteristik (*Characteristic line*)
 - Garis menepatkan (*fit to*) return total untuk suatu sekuritas untuk indeks pasar

How Accurate Are Beta Estimates?

- Beta berubah tergantung pada situasi perusahaan
 - Tidak stasionari selamanya
- Mengestimasi beta mendatang
 - Bisa berbeda dengan beta historis
- RM menunjukkan total dari aset marketabel dalam perekonomian
 - Ditepatkan (*approximated*) dengan indeks pasar saham
 - Menepatkan return pada semua saham biasa

How Accurate Are Beta Estimates?

- Tak satupun angka benar tentang observasi dan periode waktu untuk menghitung beta
- Penghitungan regresi tentang α dan β yang benar dari garis karakteristik tergantung pada kesalahan estimasi
- Beta Portofolio lebih reliabel daripada betas sekuritas individual

Referensi

- Scott, William R. 2009. *Financial Accounting Theory*. 7th. Edition. Prentice Hall. (lihat **edisi yang terbaru**)