

**PENGUNGKAPAN PRO FORMA DAN KEPUTUSAN INVESTOR:
UJI EMPIRIS TEORI SIGNALING DAN TEORI PASAR EFISIEN
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

Yohanis Rura¹⁾

Bambang Subroto²⁾

Made Sudarma²⁾

Rosidi²⁾

¹⁾ Universitas Hasanuddin, ²⁾ Universitas Brawijaya
Jl. Perintis Kemerdekaan Km.10, Makassar
Email: rura_yohanis@yahoo.co.id

ABSTRACT: Pro Forma Disclosures And Investor Decision: Signaling Theory Empirical Test and Efficient Market Theory In Indonesia Stock Exchange (BEI). *The objective of research is to examine the signaling theory and efficient market theory whether the “quality” firms marketed their firm using pro forma disclosure and not mislead the investors. The pro forma disclosure of inside information is made to remote the investors from the effect of adverse selection. The research approach is quantitative with multiple regression analysis. Research sample includes 113 firm years from 2001 to 2008. The research indicates mixed result. The finding of research does not support the signaling theory that the “quality” firms give a signal to market through pro forma disclosure. Other important finding shows that the simultaneous test empower the efficient market theory by confirming that the market response to the day when the information is published.*

ABSTRAK: Pengungkapan Pro Forma Dan Keputusan Investor: Uji Empiris Teori Signaling Dan Teori Pasar Efisien Di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini bertujuan untuk menguji *signaling theory and efficient market theory* apakah “kualitas” perusahaan dalam memasarkan diri menggunakan pengungkapan *pro formad*an tidak menyesatkan investor. Pengungkapan *pro forma* atas *inside information* dibuat untuk mencegah investor dari efek *adverse selection*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan alat uji *multiple regression analysis*. Sampel penelitian terdiri dari 113 perusahaan dalam kurun waktu 2001 hingga 2008. Hasil pengujian menunjukkan *mixed result*. Temuannya tidak mendukung *signaling theory* yang menyatakan bahwa “kualitas” perusahaan memberikan sinyal kepada pasar melalui pengungkapan *pro forma*. Temuan lainnya mengatakan bahwa teori pasar efisien terkonfirmasi pada respon pasar pada hari di mana informasi dipublikasikan.

Kata Kunci: pengungkapan *pro forma*, *signaling theory*, teori pasar efisien, respon investor

Publikasi laporan keuangan sebagai informasi¹ baik kuartalan maupun tahunan merupakan suatu peluang bagi manajemen perusahaan untuk menyatakan kinerja² mereka kepada seluruh



stakeholder perusahaan. Namun regulasi menyangkut kalimat, format, atau ukuran yang digunakan masih sangat sedikit. Hal itu mendorong timbulnya pelaporan dan pengungkapan informasi alternatif *non Generally Accepted Accounting Principle* (GAAP), yaitu pengungkapan informasi keuangan *pro forma* (Bradshaw dan Sloan, 2002 dan Bowen *et al.*, 2005).

Perkembangan terbaru pengungkapan informasi keuangan *pro forma*³ untuk selanjutnya disebut pengungkapan *pro forma*, sebagai alternatif dari informasi keuangan berdasarkan GAAP, bertujuan memenuhi harapan analis (dan harapan pasar) jika keinformasian laporan keuangan berdasarkan GAAP tidak memenuhi harapan analis. Manajer dapat menggunakan fleksibilitas laporan *pro forma*⁴ untuk menyatakan informasi tambahan yang berguna, dan juga untuk menutupi kinerja operasi yang buruk. Bhattacharya *et al.* (2004) telah berhasil membuktikan hal itu bahwa pengungkapan *pro forma* dapat membantu para pemakai laporan keuangan.

Jika Penelitian Bhattacharya *et al.* (2004) tersebut meng-

gunakan data laporan keuangan tahunan, Bowen *et al.* (2005) mengambil obyek pengungkapan *pro forma* laporan kuartalan perusahaan. Bowen *et al.* (2005) lebih menekankan pada informasi yang dianggap 'terbaru' dan menguji reaksi investor, sementara penelitian ini lebih menitikberatkan pada gambaran utuh pelaporan perusahaan pada satu tahun.

Berbeda dengan Bhattacharya *et al.* (2004) dan Bowen *et al.* (2005), Lougee dan Marquardt (2004) menunjukkan hasil yang *mixed*, sehingga tidak dapat memastikan apakah reaksi pasar mendukung teori pasar efisien atau karena *mispricing*. Celah-celah ketiga penelitian itulah yang diteliti dalam penelitian ini dengan lingkungan yang berbeda pula.

IASB (*International Accounting Standards Board*) juga telah menerima pengungkapan *pro forma* dalam IFRSs (*International Financial Reporting Standards*) 2008 yaitu pada IFRS 3 tentang penggabungan usaha (mulai berlaku 1 Juli 2009) melalui jalan konvergensi dengan GAAP Amerika Serikat (US GAAP) SFAS 141® (IASCF, 2008:BC403

¹ informasi didefinisikan Laudon dan Laudon (2004:10) sebagai data yang telah dibentuk ke dalam suatu format yang mempunyai arti dan berguna bagi manusia, sementara Scott (2009:68) mendefinisikannya sebagai bukti yang mempunyai potensi untuk memengaruhi keputusan individual.

² Standar Akuntansi Keuangan (IAI, 2007:13) menyatakan bahwa penghasilan bersih atau laba sebagai ukuran kinerja.

³ Kata *pro forma* berasal dari bahasa Latin yang mempunyai makna "... mencoba memenuhi persyaratan minimum ..." (Wikipedia, the free encyclopedia, 2008). Sementara menurut kamus istilah akuntansi, bermakna sebagai "laporan keuangan mengenai jumlah atau informasi lain sepenuhnya atau

sebagian yang merupakan asumsi... pengungkapan *pro forma* diperlukan untuk mengubah prinsip akuntansi dalam tahun berjalan ... pengungkapan *pro forma* terdapat pada bagian bawah laporan pendapatan" (Siegel dan Shim, 1987:362). Penulisannya juga bervariasi seperti *pro-forma*, atau *proforma*. Untuk tujuan konsistensi dalam tulisan ini menggunakan kata asli.

⁴ Laporan *pro forma* adalah laporan keuangan berdasar GAAP yang dilengkapi dengan pengungkapan *pro forma*.

⁵ Istilah tersebut digunakan oleh Australian Securities & Investments Commission dalam *Consultation Paper 69, Disclosing pro forma financial Information*, Juli 2005.

Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,
Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)

- BC405, 519). Namun demikian, pada saat yang sama IAI baru menerbitkan hasil adopsi IFRS 22 tahun 1993 menjadi PSAK 22 tahun 1994 (*reformat* 2007) per 1 Juli 2009. Dewan Standar Akuntansi Keuangan (DSAK) telah berkomitmen untuk melakukan konvergensi penuh atas IFRS dari IASB (IAI, 2009: Kata pengantar), namun langkah DSAK sepertinya lambat merespon perubahan yang berlangsung begitu cepat, karena PSAK terbaru langsung kadaluarsa pada saat diterbitkan (1 Juli 2009).

Setelah dilanda krisis ekonomi cukup panjang yang dimulai pertengahan tahun 1997, banyak perusahaan di Indonesia mengalami kesulitan keuangan dan bahkan defisit ekuitas sehingga angka laba dari perusahaan publik tersebut mengandung keinformasian yang bernilai rendah dan kurang menarik bagi investor. Karena itu, manajer memerlukan strategi khusus untuk dapat keluar dari kesulitan dan "memasarkan" perusahaannya. Strategi itu diharapkan dapat menjadikan perusahaan lebih baik di masa depan. Kalau perusahaan hanya menggunakan laporan keuangan *historical cost*, tidak akan menarik calon investor membeli sekuritasnya. Salah satu sarana untuk mengungkapkan strategi tersebut adalah laporan keuangan *pro forma* yang lebih menekankan pada masa depan (*forward-looking*⁵).

Berkembangnya pengungkapan alternatif seperti telah diuraikan di atas, menjadi tanda bahwa prasarana pengungkapan yang sudah ada kurang memadai lagi untuk menampung seluruh perkembangan zaman. Manajemen yang kreatif selalu mencari solusi baru untuk menginformasikan dan 'me-

masarkan' perusahaannya melalui berbagai cara supaya tampil beda dari perusahaan lain, salah satunya melalui pengungkapan *pro forma*. Meskipun demikian, fenomena tersebut perlu dikaji lebih jauh apa yang memengaruhi dan apa pengaruhnya.

Penelitian ini mengembangkan penelitian-penelitian terdahulu, seperti Bhattacharya *et al.* (2004), Lougee dan Marquardt (2004), Bowen *et al.* (2005), Frederickson dan Miller (2004), dan Krische (2005). Perbedaan penting yang dapat diungkapkan dibandingkan penelitian sebelumnya adalah: pertama, konteks penelitian ini dilakukan di pasar modal Indonesia yang belum mapan seperti pasar modal di Amerika Serikat, apakah pengungkapan *pro forma* tersebut benar-benar merupakan *signal* dari perusahaan yang 'berkualitas' yang terefleksi pada respon investor. Kedua, beberapa penelitian sebelumnya (Frederickson dan Miller, 2004 dan Krische, 2005) yang meneliti keputusan investor dilakukan dengan setting eksperimen. Penelitian ini bermaksud memvalidasi hasil eksperimen tersebut secara empiris di pasar modal Indonesia. Terakhir, adalah dengan menggunakan indikator indeks pengungkapan untuk pengungkapan *pro forma*. Penelitian sebelumnya menggunakan indikator laba *pro forma* per lembar saham, yang merupakan salah satu item pengungkapan *pro forma*.

Penelitian ini termotivasi oleh: Pertama, pengungkapan *pro forma* merupakan fenomena relatif baru di Indonesia bahkan di dunia. Tahun 2001 SEC di Amerika Serikat baru menerbitkan peraturan penggunaan informasi keuangan *pro forma* dalam pengumuman laba. IAI, tahun 2001 langsung mengadopsi 'AICPA Professional Standards

as of June 1998', menjadi Standar Profesional Akuntan Publik per 1 Januari 2001, SAT seksi 300: Pelaporan Informasi Keuangan Proforma. Pada sisi lain, IAI belum menerbitkan standar pelaporan informasi keuangan *pro forma* yang akan menjadi acuan perusahaan publik di Indonesia. Kedua, penelitian tentang pengungkapan informasi keuangan *pro forma* di Indonesia belum pernah dilakukan, sementara praktik pengungkapan informasi keuangan *pro forma* sudah banyak dilakukan perusahaan publik. Ketiga, bagi pelaku pasar terutama investor, apakah mereka dapat menarik manfaat dari adanya tambahan informasi *pro forma* yang disajikan manajemen disamping informasi keuangan utama, dan apakah mereka tidak tersesat dengan informasi itu.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori *signaling* apakah perusahaan yang berkualitas melakukan pengungkapan *pro forma* mengenai kualitasnya supaya dapat membantu investor dan calon investor, dan apakah pengungkapan informasi keuangan *pro forma* mempunyai kandungan informasi.

Tipe industri merupakan determinan penting dalam menjelaskan variasi praktik pengungkapan karena bervariasinya biaya modal menurut industri (Fama dan French, 1997). Penelitian terdahulu telah menemukan bukti bahwa pengungkapan *pro forma* lebih dimungkinkan pada: (1) industri manufaktur tertentu, (2) industri bisnis jasa dan personal, dan (3) industri jasa keuangan (Bhattacharya *et al.*, 2004; Alee *et al.*, 2007; dan Bhattacharya *et al.*, 2007).

Lougee dan Marquardt (2004) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* laba,

terkonsentrasi dalam industri teknologi tinggi. Temuan tersebut bersesuaian dengan Bhattacharya *et al.* (2004) yang menggunakan uji beda antara perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* dengan perusahaan lain dalam industri yang sama, dan memberikan bukti empiris bahwa perusahaan yang mengumumkan *pro forma* cenderung secara relatif perusahaan "muda" yang terutama berkonsentrasi dalam sektor teknologi dan industri bisnis jasa.

Berdasarkan teori *signaling* (Akerlof, 1970), perusahaan yang berkualitas akan memberikan *signal* kepada investor dan calon investor mengenai 'kualitas' perusahaan terutama pada saat nilai keinformasian laba GAAP bernilai rendah, dengan harapan investor dan calon investor tidak salah mengambil keputusan disebabkan asimetri informasi. Tipe industri menjadi variabel penting karena usaha dalam industri tertentu sarat dengan investasi aktiva tidak berwujud seperti riset dan pengembangan. Pengungkapan *pro forma* menjadi solusi perusahaan dalam industri tertentu menyampaikan keunggulan-keunggulannya untuk menutupi kelemahannya. Hal itu dikuatkan oleh Bhattacharya *et al.* (2004).

Bhattacharya *et al.* (2004) menemukan bahwa mayoritas perusahaan yang mengungkapkan informasi laba *pro forma* cenderung perusahaan yang sekuritasnya sudah diperdagangkan secara publik antara 3 - 6 tahun. Bukti ini menunjukkan bahwa perusahaan *pro forma* relatif muda dibandingkan dengan perusahaan aktif lain.

Mengacu pada teori *stakeholder* (Phillips, 2003:3), bahwa organisasi mempunyai konstituen-konstituen, dan organisasi

**Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,**
*Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)*

bergantung pada kelompok-kelompok konstituen tersebut untuk kesuksesannya. Para konstituen mengharapkan manajemen melakukan aktivitas dan melaporkannya kepada mereka. Pelaporan menjadi kewajiban manajemen tanpa memerhatikan apakah *stakeholder* menggunakan informasi tersebut atau tidak. Akuntabilitas organisasi tidak terbatas pada kinerja ekonomi atau keuangan yang diharuskan, tetapi juga informasi lain yang tidak diwajibkan, seperti pengungkapan informasi *pro forma*. Perusahaan yang relatif berumur 'muda' cenderung memberikan informasi lebih banyak kepada para *stakeholder* karena perusahaan itu belum 'dikenal' luas seluruh *stakeholder*, sementara perusahaan yang berusia lebih tua relatif lebih dikenal lebih banyak *stakeholder*.

Subroto (2003), dalam lingkup pengungkapan wajib di Indonesia menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kepatuhan pengungkapan wajib, dan juga berpengaruh positif terhadap kepercayaan investor. Penelitian dalam lingkup pengungkapan sukarela oleh Purnomosidhi (2005) mengonfirmasi temuan tersebut bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pengungkapan informasi.

Bowen *et al.* (2005) menemukan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi dengan cakupan media tempat perusahaan memberikan publikasi pengungkapan laporan keuangan termasuk pengungkapan *pro forma*. Alasannya, publikasi dalam media yang mempunyai cakupan luas berkorelasi dengan biaya pengungkapan informasi.

Teori *stakeholder* yang lebih umum digunakan dimaknai sebagai seseorang atau suatu organisasi yang mempunyai suatu kepentingan *legitimate* dalam suatu proyek atau entitas sehingga banyak pihak mempunyai kepentingan yang berkaitan dengan entitas. Semakin besar perusahaan semakin banyak pula pihak yang terkait dengan kepentingan yang semakin beragam.

Leverage adalah kemampuan biaya tetap untuk meningkatkan laba bagi pemilik perusahaan, juga mengukur risiko (Siegel dan Shim, 1987:267). Perusahaan yang buruk angka koefisien *leverage*-nya besar dan bahkan negatif, dan sebaliknya perusahaan yang baik, kecil dengan tanda positif. Semakin besar *leverage* berarti semakin besar tekanan dan risiko. Karena itu, perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi akan berusaha untuk mengungkapkan informasi lain yang mempunyai nilai keinformasian tinggi. Karena GAAP (PABU) tidak dapat memfasilitasi pengungkapan *good news* yang dianggap perlu disampaikan kepada investor dan calon investor, hal tersebut disalurkan melalui pengungkapan *pro forma*.

Teori *signaling* dapat menjadi dasar variabel *leverage* karena para kreditor telah memverifikasi kualitas perusahaan sebelum memberi pinjaman. Dengan demikian, kreditor mempunyai keyakinan besar tentang keamanan kredit dan potensi pengembaliannya di masa depan. Jumlah kredit yang besar dalam hal ini tidak akan memengaruhi struktur modal perusahaan yang pada akhirnya tidak memengaruhi kesejahteraan investor.

Bhattacharya *et al.* (2004) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* terbukti secara signifikan lebih tinggi *leverage*-nya daripada rata-rata perusahaan dalam industrinya. Hal itu dibuktikan dengan rasio utang perusahaan-perusahaan *pro forma* lebih tinggi daripada median industrinya. Dengan demikian, ada asosiasi positif antara *leverage* dengan kecenderungan pengungkapan *pro forma*.

Berbeda dengan penelitian-penelitian di atas, Subroto (2003) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap pengungkapan wajib. Temuan tersebut tidak berhasil mendukung penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian pengungkapan *pro forma* yang dilakukan Brown *et al.* (2008) mendukung simpulan Subroto (2003). Temuannya, *leverage* berpengaruh negatif lemah terhadap pengungkapan *pro forma*.

Hasil yang tidak konsisten tersebut mendorong peneliti untuk menguji kembali hubungan antara *leverage* dengan pengungkapan untuk konteks pasar modal Indonesia. Karena itu kenaikan utang seharusnya berpengaruh pada pengungkapan.

Berdasarkan teori *signaling*, manajemen perusahaan yang mempunyai produk berkualitas akan memberikan *signal* ke pasar, melalui pengungkapan. Karena itu, prestasi manajemen terutama dalam dimensi keuangan tidak akan disembunyikan, melainkan segera diungkap. Hanya saja manajemen berupaya menutupi kinerja buruk mereka supaya tidak diakses pasar.

Hal yang bertolak belakang dengan teori *signaling* justru didapatkan Bhattacharya *et al.*

(2004). Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* kurang menguntungkan dibandingkan perusahaan lain dalam industri yang sama. Stice *et al.* (2004:434-437) juga menyatakan bahwa praktik pengungkapan laba *pro forma* dilakukan perusahaan jika laba yang dilaporkan berdasarkan GAAP berada di bawah harapan analis, manajer akan melaporkan laba *pro forma* yang melebihi harapan para analis.

Manajer mempunyai insentif untuk memberi penekanan lebih pada metrik yang menggambarkan kinerja perusahaan lebih baik – dalam bentuk pengungkapan informasi keuangan *pro forma* (Bowen *et al.*, 2005). Hal ini sesuai dengan pernyataan standar akuntansi keuangan (PSAK) 25 paragraf 31, jika laporan keuangan tidak dapat diandalkan lagi pada tanggal penerbitannya ... pertanggungjawaban atas kesalahan mendasar yang terjadi dapat dilakukan... dengan menyajikan informasi tambahan secara *pro forma* (IAI, 2007). Teori *signaling* mendukung hal tersebut, bahwa penjual barang berkualitas akan memberikan *signal* ke pasar, sehingga dapat diakses pembeli (Akerlof, 1970).

Hasil penelitian Isidro dan Marques (2008) tidak konsisten dengan penelitian di atas. Laporan keuangan yang disusun berdasarkan GAAP merupakan sarana untuk mengungkapkan kinerja manajemen, sementara itu ukuran-ukuran *ad-hoc* seperti pengungkapan *pro forma* digunakan manajemen sebagai ukuran kinerja alternatif. Oleh karena itu para manajer memberi penekanan lebih untuk menggunakan pengungkapan non-GAAP (*pro forma*) dalam kondisi tertentu, seperti kinerja

Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,
Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)

perusahaan yang lebih baik. Temuan tersebut mengonfirmasi Bowen *et al.* (2005).

Pengeluaran R&D (*Research and Development*) sebagai determinan yang juga berpengaruh terhadap keputusan perusahaan melakukan pengungkapan *pro forma* karena berasosiasi dan berkaitan dengan prediksi masa depan. Determinan pengeluaran R&D mengacu Bhattacharya *et al.* (2004), bahwa 'perusahaan-perusahaan *pro forma*' mempunyai biaya R&D lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan saingannya dalam industri.

Mengacu pada teori *signaling*, investasi perusahaan dalam R&D jelas merupakan suatu *signal* potensi masa depan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lain yang tidak melakukannya. Hal ini sejalan dengan tujuan investor dan calon investor untuk berinvestasi karena melihat potensi perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan yang melakukan investasi besar dalam R&D mengeksplorasi semaksimal mungkin potensi yang diharapkan di masa depan tersebut melalui salah satu cara seperti pengungkapan *pro forma*.

Determinan *Market Expectations* mengacu Bhattacharya *et al.* (2004), Lougee dan Marquardt (2004), dan Entwistle *et al.* (2005), bahwa perusahaan-perusahaan *pro forma* mempunyai likuiditas lebih tinggi daripada perusahaan lainnya dalam industri, dan perusahaan-perusahaan dengan investor yang mempunyai ekspektasi yang sangat tinggi, mempunyai kemungkinan lebih besar melakukan pengungkapan *pro forma*. Alasannya, manajemen menggunakan pengungkapan *pro forma* untuk *manage* ekspektasi investor.

Berdasarkan teori *signaling*, bahwa informasi mempunyai nilai. Karena itu, perusahaan berupaya *manage* informasi sedemikian rupa sehingga sejalan dengan ekspektasi pasar. Jika pasar mempunyai ekspektasi yang besar (positif), perusahaan akan melakukan pengungkapan informasi keuangan *pro forma*.

Determinan *Benchmarks* laba mengacu pada Frederickson dan Miller (2004), Lougee dan Marquardt (2004), Bowen *et al.* (2005), dan Black dan Christensen (2008), bahwa perusahaan seringkali menggunakan *pro forma* untuk menampilkan pencapaian *benchmark* laba perusahaan atas dasar *pro forma*.

Berdasarkan teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976), agen cenderung menyembunyikan informasi *bad news* dan menonjolkan *good news*. Karena itu jika laba suatu perusahaan tidak memenuhi *benchmark* laba, perusahaan berupaya mengalihkan perhatian investor dan calon investor melalui pengungkapan *pro forma*.

Target yang ingin dicapai oleh perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* adalah menghindari suatu penurunan laba (Bhattacharya *et al.*, 2004).

Pengujian respon investor Lougee dan Marquardt (2004) dilakukan dalam setting perbandingan, yaitu respon investor terhadap pengumuman laba *pro forma* dibandingkan dengan respon investor terhadap pengumuman laba yang hanya mengandung laba GAAP. Hasilnya menunjukkan bukti bahwa laba *pro forma* mempunyai kandungan informasi inkremental melebihi laba GAAP. Temuan tersebut didukung teori pasar efisien (Fama, 1970 dan Beaver, 1989) yang menggaris bawahi aspek

informasi yang tersedia bagi investor dan calon investor dalam membuat keputusan sehingga harga sekuritas mencerminkan secara akurat penggunaan informasi secara cepat dan *fully reflect*.

METODE

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI mulai tahun 2001 sampai tahun 2008, yaitu periode sejak mulai berlakunya SPAP seksi 300. Sampel penelitian ini adalah tahun perusahaan publik, sehingga satu perusahaan dapat terpilih beberapa kali menjadi sampel.

Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria: pertama, perusahaan membuat laporan keuangan yang mengandung pengungkapan *pro forma* antara tahun 2001 sampai 2008; kedua, perusahaan mempublikasikan laporan keuangan dalam surat kabar yang beredar secara nasional – terutama surat kabar bisnis - di Indonesia; dan ketiga, perusahaan mencantumkan secara eksplisit pengeluaran penelitian dan pengembangan dalam laporan keuangannya antara tahun 2001 sampai 2008.

Variabel tipe industri mengacu pada Lougee dan Marquardt (2004), Bhattacharya *et al.* (2004), Allee *et al.* (2007), dan Bhattacharya *et al.* (2007). Tipe industri merupakan variabel *dummy*, nilai 1 untuk perusahaan jasa dan perusahaan yang bergerak dalam teknologi tinggi, industri personal dan bisnis jasa, dan jasa keuangan; dan 0 untuk perusahaan lainnya.

Definisi umur perusahaan mengacu pada Bhattacharya *et al.* (2004). Umur perusahaan yang digunakan adalah umur

sejak menjadi perusahaan publik, yang diklasifikasi menurut angka tahun.

Ukuran perusahaan menggunakan logaritma total asset sebagai alat untuk mengukur besaran perusahaan, yang mengacu pada Subroto (2003), Bowen *et al.* (2005), dan Purnomosidhi (2005).

Leverage adalah rasio utang terhadap ekuitas, sesuai dengan pengukuran yang digunakan Lougee dan Marquardt (2004), Bhattacharya *et al.* (2004), Purnomosidhi (2005), dan Brown *et al.* (2008).

Kinerja perusahaan mengacu pada Bhattacharya *et al.* (2004). Indikator yang digunakan adalah ROS (*return on sales*); dan ROA (*return on assets*) untuk menguji sensitivitas.

Faktor pengeluaran *R&D* yang menjadi determinan pengungkapan *pro forma* diukur dengan menggunakan angka besaran persentase dari penjualan (Bhattacharya *et al.*, 2004).

Faktor ekspektasi pasar menjadi determinan pengungkapan *pro forma* diproksi dengan *P/E (price/earning) ratio* (Bhattacharya *et al.*, 2004).

Faktor *benchmark* laba menjadi determinan pengungkapan *pro forma* diukur dengan rata-rata labaperusahaan dalam industri (Black dan Christensen, 2008).

Angka indeks pengungkapan *pro forma* mengacu Purnomosidhi (2005). Pokok-pokok pengungkapan *pro forma* berjumlah 21 *item* (Entwistle *et al.*, 2006).

Keputusan investor diproksi dengan respon pasar pada saat pengumuman informasi keuangan yang mengandung pengungkapan *pro forma*. Reaksi pasar diukur dengan menggunakan CAR (*cumulative ab-*

Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,
Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)

normal return), konsisten dengan Subroto (2003) dan Lougee dan Marquardt (2004).

Analisis statistik menggunakan alat bantu analisis regresi berganda, dengan program SPSS yaitu pengujian *two tail test*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dari hasil pengujian tampak bahwa rerata industri sebesar 0,7434, berarti perusahaan sampel mendekati nilai maksimum yang menunjukkan bahwa memang industri tertentu menggunakan pengungkapan *pro forma* untuk menyampaikan informasi kepada investor dan calon investor. Dilihat dari segi umur perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma*, paling muda yaitu 1 tahun. Sementara paling tua 19 tahun dan rerata 9,1062 tahun dapat diinterpretasikan bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* adalah cenderung perusahaan berumur 'muda' yang belum dikenal pasar.

Ditinjau dari ukuran perusahaan, rerata logaritma total aktiva sebesar 12,5442 kelihatan bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* cenderung perusahaan-perusahaan besar. Perusahaan-perusahaan besar memiliki keunggulan kompetitif dalam menginformasikan 'kualitas' perusahaannya pada pasar.

Hal yang menarik adalah *leverage* dengan rerata 3,0303 mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* mempunyai utang besar, yakni rerata 3 kali ekuitasnya.

ROS dan ROA perusahaan sampel kurang bagus karena reratanya mendekati 0. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang melakukan

pengungkapan *pro forma* cenderung adalah perusahaan yang mengalami kerugian.

Pengeluaran R&D dengan rerata 0,6112 % mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma*, belanja R&D-nya cenderung kecil karena reratanya mendekati nilai minimum.

Ditinjau dari ekspektasi pasar tampak bahwa rerata sebesar 26,3334 cukup besar. Hal tersebut mengindikasikan bahwa investor memberi harapan besar pada masa depan perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma*.

Perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* cenderung juga memiliki tingkat laba lebih kecil dibanding dengan rata-rata laba perusahaan dalam industrinya karena rerata *benchmark* labanya mendekati 0 yaitu hanya sebesar 1,1924. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* lebih buruk dari rata-rata perusahaan dalam industrinya.

Pengungkapan *pro forma* yang dilakukan oleh perusahaan sampel indeks reratanya 0,3075 mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut hanya melakukan pengungkapan *pro forma* sesuai dengan apa yang menurut perusahaan tersebut penting.

Respon investor baik *window* 0 (rerata - 0,00736) maupun *window* 15 (rerata -0,0041) konsisten reratanya negatif, artinya pasar cenderung bereaksi negatif terhadap pengungkapan *pro forma*. Hal tersebut dapat diinterpretasikan bahwa investor tidak dapat lagi 'diarahkan' oleh manajemen perusahaan, melalui pengungkapan *pro forma*.

Berdasarkan nilai *Asymp.sig Kolmogorov-Smirnov* = 0,179 yaitu lebih besar dari $\alpha = 0,05$, sehingga H_0 = data berasal dari populasi yang terdistribusi normal tidak dapat ditolak. Tampilan secara grafis yaitu *normal probability plot (NPP)* tampak bahwa titik-titik nilai data terletak kurang lebih dalam suatu garis lurus, yang bermakna bahwa sampel data berasal dari populasi yang terdistribusi secara normal.

Uji autokorelasi menunjukkan nilai koefisien *Durbin-Watson* untuk sampel data sebesar 2,004. Angka tersebut berada diantara 1 dan 3, atau lebih tepatnya berada di bawah nilai 2,154 (tabel *Durbin-Watson*) yang berarti bahwa persamaan regresi berganda yang digunakan dalam analisis data tidak mengandung autokorelasi.

Uji multikolinearitas dengan uji *collinearity diagnostics statistics* menunjukkan dua indikator: *tolerance* dan *VIF (variance inflation factor)*. Karena nilai *tolerance* semua variabel hampir mendekati 1, sehingga data adalah bersifat *low collinearity*. Begitupun untuk nilai *VIF* berkisar antara 1,009 dan 1,262 berada jauh di bawah 4 ($\alpha = 5\%$), yang bermakna data masih berada dalam range *low collinearity*.

Uji heteroskedastisitas tampak bahwa koefisien residual terhadap variabel semuanya lebih besar dari

$\alpha = 0,05$ dan tidak sama. Karena itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Dengan menggunakan α (tingkat signifikansi) 5%, diperoleh koefisien signifikansi 0,000. Hasil riset mengindikasikan bahwa regresi berganda secara statistik sangat signifikan. Dengan demikian dapat disimpul-

kan bahwa persamaan regresi penelitian ini dapat (layak) digunakan untuk memprediksi praktik pengungkapan *pro forma*. Simpulan tersebut bermakna bahwa kedelapan variabel independen penelitian secara simultan berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan *pro forma* dengan *R² (R-Square)* 30,6%. Artinya 30,6% dari *variance* pengungkapan *pro forma* dapat dijelaskan oleh perubahan dalam kedelapan variabel independen.

Dengan melihat hubungan antara variabel pengungkapan *pro forma* dengan variabel-variabel independen melalui hasil analisis regresi berganda linear, dapat disimpulkan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen secara sendiri-sendiri.

Tampak bahwa koefisien probabilitas variabel industri (0,084), ukuran (0,130), dan *leverage* (-0,005) *p-value*nya lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ sehingga disimpulkan bahwa ketiga variabel tersebut merupakan variabel yang memengaruhi praktik pengungkapan *pro forma*. Sementara variabel umur perusahaan, *ROS*, Pengeluaran *R&D*, ekspektasi pasar, dan *benchmark* laba tidak berpengaruh secara statistik terhadap pengungkapan *pro forma* karena α dari variabel-variabel tersebut lebih besar dari 0,05.

Temuan ini gagal mendukung teori *signaling* bahwa manajemen perusahaan bermaksud menyampaikan kelebihan informasi yang mereka miliki (*inside information*) kepada calon investor supaya mereka tidak keliru mengambil keputusan, melalui mekanisme pengungkapan *pro forma*.

Jika proksi kinerja perusahaan *ROS* diganti dengan *ROA*, maka *R²* naik dari 30,6% men-

**Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,**
*Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)*

jadi 30,8%. Dengan demikian ROA lebih relevan sebagai proksi kinerja perusahaan dibandingkan dengan ROS. Namun setelah diregressi secara bersama dengan variabel lain, variabel ROA juga tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *pro forma*. Pengujian tersebut membuktikan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan memenuhi unsur sebagai variabel yang secara bersama-sama memengaruhi pengungkapan *pro forma*.

Model regresi keputusan investor (model 2) perlu diuji untuk memastikan persamaan regresi berganda yang digunakan. Uji F pada menunjukkan tingkat signifikansi 0,024 yang masih lebih kecil dari 5% tingkat toleransi. Dengan demikian persamaan regresi model 2 dapat digunakan untuk memprediksi keputusan investor. Hasil analisis menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen berpengaruh signifikan terhadap keputusan investor dengan koefisien determinasi (R^2) 16,4%. Karena itu, dapat dikatakan bahwa model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi keputusan investor.

Analisis pengujian dilakukan dengan periode amatan sempit yakni 1 hari. Uji individual menunjukkan bahwa hanya pengeluaran R&D yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan investor.

Hasil pengujian sensitivitas secara simultan menunjukkan bahwa pasar tidak merespon seperti ditunjukkan pada window 2: $R^2 = 11,4\%$; window 3: $R^2 = 7,1\%$, dan window 15: $R^2 = 3,6\%$ dimana sig semuanya $\hat{a} > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa upaya manajemen untuk memasarkan perusahaan melau-

lui pengungkapan *pro forma* tidak direspon oleh investor, artinya bahwa investor di pasar dikendalikan oleh investor cerdas. Tampak bahwa hanya variabel pengeluaran R&D yang direspon signifikan investor. Namun, arah pengaruhnya negatif. Hasil pengujian sensitivitas tersebut konsisten dengan hasil pengujian model 2 di atas. Hasil pengujian sensitivitas tersebut juga menunjukkan bahwa tidak terjadi kebocoran informasi, karena tidak terjadi reaksi sebelum tanggal publikasi.

Pengujian individual variabel independen terhadap variabel dependen menunjukkan konsistensi dengan hasil pengujian sebelumnya. Walaupun demikian, ada bukti bahwa koefisien determinasinya semakin kuat. Temuan penelitian ini mendukung teori pasar efisien bahwa publikasi laporan pengungkapan *pro forma* mempunyai kandungan informasi, dan semakin jauh dari tanggal publikasi kandungan informasinya semakin kurang, yang dibuktikan dengan semakin lemahnya koefisien determinasi.

Hasil pengujian simultan model 1 membuktikan bahwa *predictor* berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan *pro forma*. Temuan ini mengonfirmasi temuan penelitian sebelumnya seperti Lougee dan Marquardt (2004), Bhattacharya *et al.* (2004), dan Bowen *et al.* (2005).

Berbeda dengan pengujian simultan, pengujian individual variable memberikan hasil campuran (*mixed*). Karena itu, pengujian individual tidak mendukung teori *signaling*. Hal itu disebabkan proksi yang digunakan tidak tepat mewakili *variable*. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya juga da-

pat disebabkan lingkungan yang berbeda. Pengungkapan *pro forma* tidak lahir karena kebutuhan pengguna informasi di Indonesia, akan tetapi sebagai produk impor dari USA. Besar kemungkinan pengungkapan *pro forma* merupakan suatu 'intervensi' auditor eksternal perusahaan, untuk menampilkan wajah lain laporan keuangan perusahaan pada saat nilai keinformasiannya rendah.

Hasil pengujian simultan model 2, menunjukkan bahwa *predictor* berpengaruh terhadap keputusan investor. Temuan ini menjawab keraguan Kieso *et al.* (2007: 125), dan Mulford dan Comiskey (2002: 361-398) bahwa pengungkapan *pro forma* dapat digunakan untuk mengelabui calon investor. Hal tersebut menunjukkan bahwa investor sudah sangat cerdas dalam menilai *signal* yang terkandung dalam pesan yang disampaikan oleh manajemen perusahaan. Hasil temuan ini juga mengonfirmasi eksperimen Frederickson dan Miller (2004), Krische (2005), dan Allee *et al.* (2007) bahwa investor cerdas tidak akan terpengaruh dengan pengungkapan *pro forma*.

Uji sensitivitas yang dilakukan terhadap model 2 menunjukkan konsistensi hasil pengujian simultan yaitu bahwa variabel independen tidak berpengaruh jika *window* diperlebar, namun koefisien determinasi (R^2) semakin melemah dengan memperlebar periode pengamatan dari $R^2 = 11,4\%$ (W2), ke $R^2 = 7,1\%$ (W3), menjadi $R^2 = 3,6\%$ (W15). Sementara pengamatan sempit 1 hari hasil uji menunjukkan bahwa pengujian simultan variabel independen berpengaruh terhadap keputusan investor dengan koefisien determinasi $R^2 = 16,4\%$. Namun, peng-

ujian individual menunjukkan konsistensi tidak berpengaruh, kecuali variabel *R&D*, kendati demikian koefisien R^2 semakin kuat. Temuan ini mendukung teori pasar efisien bahwa informasi mempunyai kandungan dan cepat dicerna oleh pasar. Temuan penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan *pro forma* dapat diprediksi terjadi pada industri-industri tertentu saja. Fakta empiris ini memperkuat hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Bhattacharya *et al.*, 2003; Lougee dan Marquardt, 2004; Alee *et al.*, 2007; dan Bhattacharya *et al.*, 2007.

Dari klasifikasi perusahaan sampel yang melakukan pengungkapan *pro forma* di Bursa Efek Indonesia hanya terdiri dari 9 jenis usaha yang didominasi oleh 2 industri yaitu industri *property* dan *real estate* dan industri keuangan. Waktu pengembalian investasi kedua industri tersebut jelas lama, jadi sangat logis jika pada tahun-tahun awal operasinya laba (rugi) GAAP-nya sangat bernilai rendah.

Temuan penelitian tidak konsisten dengan eksperimen Elliot (2006), yang menyimpulkan bahwa investor yang kurang cerdas terpengaruh oleh pengungkapan *pro forma*, sementara investor cerdas tidak. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor kurang memperhatikan jenis industri dalam merespon publikasi informasi yang mengandung pengungkapan *pro forma*. Karena penelitian ini tidak memisahkan antara investor cerdas dan investor kurang cerdas, sehingga hasil pengujian mencerminkan investor mayoritas. Investor perorangan yang dalam eksperimen Elliot dikategorikan sebagai investor tidak cerdas, sebenar-

**Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,**
*Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)*

nya dalam kenyataannya mereka adalah “sangat lihai”, sebab mereka tidak perlu membayar biaya analisis informasi. Pada eksperimen, perilaku investor kurang cerdas tidak dapat ‘meniru’ perilaku investor cerdas karena mereka dipisahkan.

Pasar modal Indonesia tampaknya memang berbeda dengan pasar modal di Amerika Serikat yang sudah mapan. Lingkungan yang berbeda tersebut juga mengakibatkan tindakan yang berbeda. Temuan pada penelitian di pasar modal Amerika Serikat tidak dapat digeneralisasi ke seluruh dunia, termasuk pasar modal di Indonesia. Hasil yang tidak signifikan tersebut diduga disebabkan pengaruh krisis moneter yang melanda Indonesia yang mengakibatkan seluruh perusahaan di Indonesia terkena dampak krisis, baik perusahaan yang sudah berumur maupun perusahaan usia muda. Hampir semua perusahaan sampel mencantumkan tambahan penjelasan khusus tentang kondisi ekonomi Indonesia yang berada dalam ketidakpastian, dan tidak menunjukkan solusi untuk keluar dari krisis. Karena alasan tersebut, umur perusahaan menjadi tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *pro forma*.

Terkait umur perusahaan, temuan penelitian menunjukkan posisi netral ($B = 0,000$) terhadap respon investor pada pengujian *window 2* hari. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa umur perusahaan tidak menjadi pertimbangan investor dalam mengambil keputusan. Temuan penelitian tersebut tidak berhasil mengonfirmasi teori *stakeholder*, bahwa *stakeholder* perusahaan akan berkorelasi dengan umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Hal terse-

but disebabkan karena investor lebih menekankan pada aspek yang langsung memengaruhi laba perusahaan. Penyebab lainnya, diduga karena krisis ekonomi yang melanda Indonesia masih memengaruhi semua perusahaan sampai tahun terakhir pengambilan sampel, dan krisis tidak memilih antara perusahaan berumur tua dengan yang berumur muda.

Mengenai ukuran perusahaan, semakin besar perusahaan, semakin besar peluang untuk melakukan pengungkapan *pro forma*. Hal tersebut beralasan karena faktor *economic of scale*. Perusahaan kecil cenderung kesulitan untuk membelanjai pengungkapan informasinya kepada publik. Temuan ini juga mendukung teori *stakeholder* bahwa semakin besar organisasi maka semakin banyak *stakeholder* yang terlibat, dengan beraneka ragam kepentingan masing-masing. Dalam kaitan dengan penelitian pengungkapan, hasil penelitian ini mengonfirmasi Subroto (2003), Purnomosidhi (2005), dan Bowen *et al.* (2005).

Temuan penelitian menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung mengambil tindakan ‘aman’, sehingga kecil peluang terjadinya lompatan besar dalam peningkatan ‘laba’ perusahaan. Grafik pertumbuhan laba perusahaan besar yang cenderung datar kurang menarik investor, sementara grafik pertumbuhan laba perusahaan kecil yang curam dalam rentang waktu pendek sangat menantang investor, terutama investor jangka pendek yang mengharapkan *gain* bukan *dividen*.

Perusahaan yang mempunyai utang besar cenderung kurang melakukan pengungkapan *pro forma* dibandingkan

dengan perusahaan dengan tingkat utang lebih kecil untuk menutupi penilaian negatif mengenai risiko investor yang semakin besar. Temuan ini mendukung temuan Subroto (2003) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap pengungkapan (wajib), dan Brown *et al.* (2008).

Kepercayaan berlebih yang diberikan kreditor terhadap manajemen tidak menarik lagi bagi investor. Statistik deskriptif atas sampel menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan sampel sudah berada pada titik kritis, karena sudah tiga kali lebih besar dari ekuitas. Jika terjadi restrukturisasi, maka komposisi kepemilikan dapat berubah. Kreditor dapat menjadi pemilik mayoritas sementara pemegang saham lama menjadi pemilik minoritas. Temuan ini menggarisbawahi sikap kehati-hatian investor yang lebih cenderung menghindari risiko.

Menyangkut kinerja perusahaan yang diproksi dengan ROS tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *pro forma*. Artinya, perusahaan akan cenderung mengeksplorasi kinerjanya untuk memasarkan perusahaan semaksimal mungkin salah satunya melalui pengungkapan *pro forma*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh kinerja perusahaan terhadap respon investor. ROS perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma* sangat rendah bahkan negatif, sehingga tidak menarik bagi investor. Kinerja perusahaan sampel yang rata-rata rendah sebagai akibat dari krisis ekonomi yang melanda Indonesia masih terpengaruh sampai tahun sampel perusahaan.

Temuan ini bertolak bela-

kang dengan teori *signaling* bahwa perusahaan yang pengeluaran *R&D*-nya besar semakin cenderung melakukan pengungkapan *pro forma* mengenai kualitas perusahaan dan potensi manfaat *R&D* di masa depan. Temuan tersebut tidak mengonfirmasi temuan Bhattacharya *et al.* (2004).

Pengeluaran *R&D* berpengaruh terhadap keputusan investor. Ada kemungkinan investor yang menggerakkan pasar adalah spekulan cerdas yang hanya menyimpan saham sesaat lalu menjualnya kembali. Oleh karena itu perusahaan yang membelanjakan dananya untuk berinvestasi dalam bentuk pengeluaran *R&D* berkaitan dengan dimensi waktu yang panjang. Hanya investor yang bermaksud menahan saham jangka panjang yang tertarik dengan manfaat pengeluaran *R&D*. Karena itu, dengan dukungan hasil penelitian ini, diharapkan lebih banyak perusahaan lagi yang melakukan penelitian dan pengembangan dengan dana yang memadai.

Ekspektasi pasar tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *pro forma*. Temuan tersebut penting karena jika ekspektasi pasar besar terhadap perusahaan, perusahaan tidak akan melakukan pengungkapan *pro forma*. Sebaliknya jika ekspektasi pasar lemah terhadap perusahaan, perusahaan akan cenderung melakukan pengungkapan *pro forma*. Temuan tersebut tidak mengonfirmasi temuan Bhattacharya *et al.* (2004).

Ekspektasi pasar juga tidak berpengaruh terhadap respon investor. Hal tersebut terjadi karena ekspektasi investor pada akhir tahun seiring dengan informasi dari pengungkapan *pro forma*, sehingga tidak terjadi kejutan dalam harga saham

**Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,**
*Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)*

pada tanggal publikasi laporan yang mengandung pengungkapan *pro forma*.

Benchmark laba tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *pro forma*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang labanya berada di bawah rata-rata industrinya lebih cenderung melakukan pengungkapan *pro forma*, dan sebaliknya. Hasil penelitian mendukung temuan Black dan Christensen (2008).

Ternyata *benchmark* laba berada dalam posisi netral terhadap reaksi investor. Temuan tersebut gagal mengonfirmasi hasil penelitian sebelumnya seperti Frederickson dan Miller (2004), Lougee dan Marquardt (2004), Bowen *et al.* (2005), dan Black dan Christensen (2008).

Pengungkapan *pro forma* tidak berpengaruh terhadap respon investor. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar dikendalikan oleh investor besar yang cerdas, sehingga mereka tidak lagi dapat ditipu oleh manajemen perusahaan melalui pengungkapan *pro forma*. Setelah mencermati laporan keuangan auditan perusahaan-perusahaan yang melakukan pengungkapan *pro forma*, ternyata 'auditor' dari perusahaan-perusahaan sampel, ditemukan bahwa 82% (93 sampel) diaudit oleh kantor akuntan publik (KAP) yang bermitra dengan KAP asing, dan hanya 18% (20 sampel) yang diaudit oleh KAP lokal. Kuat dugaan bahwa KAP berperan banyak dalam praktik pengungkapan *pro forma* perusahaan.

SIMPULAN

Simpulan pertama dari penelitian ini adalah bahwa secara umum hasil analisis data tidak mendukung teori *signaling* bah-

wa perusahaan yang 'berkualitas' memberi *signal* ke pasar melalui pengungkapan *pro forma*. Uji sensitivitas yang dilakukan dengan mengganti ROS dengan ROA sebagai proksi variabel kinerja perusahaan memperlihatkan konsistensi hasil regresi.

Simpulan kedua adalah bahwa pasar tidak merespon pengungkapan *pro forma*, karena pasar bereaksi terhadap informasi hanya pada saat publikasi informasi keuangan (uji simultan), namun pengungkapan *pro forma* tidak berpengaruh pada keputusan investor. Dengan demikian, terbukti bahwa investor tidak diarahkan dengan pengungkapan *pro forma*.

Simpulan ketiga, pasar bereaksi signifikan terhadap publikasi informasi baru (uji simultan). Jadi, pengujian berhasil mendukung teori pasar efisien bahwa publikasi laporan keuangan mempunyai kandungan informasi yang cepat direspon pasar, dibuktikan dengan koefisien determinasi pada uji simultan yang signifikan pada tanggal publikasi dan semakin lemah dengan semakin lebarnya periode pengamatan. Akan tetapi, keputusan investor tidak terpengaruh pengungkapan *pro forma*.

Terakhir, Pengungkapan *pro forma* lebih berpeluang dilakukan oleh perusahaan industri tertentu seperti *property* dan *real estat* dan keuangan; Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar peluang untuk melakukan pengungkapan *pro forma*, pengungkapan *pro forma* cenderung lebih banyak dilakukan oleh perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah, dan Keputusan investor dipengaruhi oleh pengeluaran riset dan pengembangan.

Penelitian ini mengandung keterbatasan. Pertama, peneliti tidak dapat memisahkan antara investor cerdas dengan yang tidak cerdas dalam menanggapi adanya pengungkapan *pro forma*. Kedua, penggunaan indeks pengungkapan *pro forma* sebagai proksi pengungkapan *pro forma*, mengandung kelemahan karena item-item pengungkapan *pro forma* tidak bersifat wajib. Ketiga, metode *purposive* dalam penyampelan, mengandung kelemahan bawaan yang dapat melemahkan validitas eksternal penelitian.

Implikasi teoretis. Hasil penelitian ini gagal mendukung teori *signaling*. Walaupun demikian, fenomena pengungkapan *pro forma* memberi suatu alternatif pengungkapan informasi bahwa seharusnya pengungkapan informasi tidak tunggal dan seragam. Dugaan bahwa pengungkapan *pro forma* akan menyesatkan calon investor tidak terbukti. Pengujian mendukung teori pasar efisien bahwa publikasi laporan keuangan mempunyai kandungan informasi.

Implikasi praktis. Hasil penelitian dapat digunakan oleh manajer perusahaan-perusahaan dalam industri tertentu yang mempunyai ukuran 'laba' berada di atas rata-rata industri, melakukan pengungkapan *pro forma* untuk memperlihatkan 'kualitas' dan prospek perusahaan kepada investor dan calon investor. Manajemen perusahaan punya pilihan untuk mengungkapkan sesuatu yang mereka duga sebagai 'good news'. Bagi analis dan investor/calon investor, dapat digunakan sebagai salah satu acuan dalam menganalisis informasi dan mengambil keputusan.

Implikasi kebijakan. Praktik pengungkapan *pro forma* telah

dilakukan di Indonesia. Bapepam juga telah mengatur pengungkapan *pro forma* bagi perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Karena itu, sudah selayaknya IAI menindaklanjuti komitmennya melakukan proses konvergensi penuh IFRS. Namun demikian, IAI tidak semestinya hanya mengacu pada IFRS saja semata-mata. IAI juga perlu menampung kajian-kajian yang lebih meng-Indonesia.

DAFTAR RUJUKAN

- Akerlof, G. A. 1970. "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3): 488-500.
- Allee, K. D., N. Bhattacharya, E. L. Black, dan T. E. Christensen. 2007. "Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data". *Accounting, Organizations and Society* 32: 201 - 222.
- Beaver, W. H. 1989. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Bhattacharya, N., E. L. Black, T. E. Christensen, dan R. D. Mergenthaler. 2004. Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting. *Accounting Horizons* 18 (1): 27 - 43.
- Bhattacharya, N., E. L. Black, T. E. Christensen, dan R. D. Mergenthaler. 2007. Who Trades on Pro Forma Earnings Information? *The Accounting Review* 82 (3): 581 - 619.
- Black, D. E., dan T. E. Christensen. 2008. U.S. Managers' Use

**Rura,
Subroto,
Sudarma,
Rosidi,**
Pengungkapan
Pro Forma
dan Keputusan
Investor: Uji
Empiris Teori
Signaling dan
Teori Pasar Efisien
Di Bursa Efek
Indonesia (BEI)

- of 'Pro Forma' Adjustment to Meet Strategic Earnings Targets. Makalah, belum dipublikasikan. www.ted_christensen@byu.edu.
- Bowen, R. M., A. K. Davis, dan D. A. Matsumoto. 2005. Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention, and Market Reactions. *The Accounting Review* 80 (4): 1011 – 1038.
- Bradshaw, M. T. dan R. G. Sloan. 2002. GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 41-66.
- Brown, N. C., T. E. Christensen, W. B. Elliott, dan R. D. Mergenthaler. 2008. Do Managers Use Pro Forma Earnings Disclosures to Cater to Investor Sentiment? www.ted_christensen@byu.edu
- Entwistle, G., G. Feltham, dan C. Mbagwu. 2005. Voluntary Disclosure Practices: The Use of Pro Forma Reporting. *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (2-3): 73 – 80.
- Entwistle, G., G. Feltham, dan C. Mbagwu. 2006. Financial Reporting Regulation and the Reporting of Pro Forma Earnings. *Accounting Horizons* 20 (1): 39 – 55.
- Fama, E. F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. dan K. French. 1997. Industry cost of equity. *Journal of Financial Economics* 43: 153-193.
- Frederickson, J. R. dan J. S. Miller. 2004. The Effects of Pro Forma Earnings Disclosures on Analysts' and Nonprofessional Investors' Equity Valuation Judgments. *The Accounting Review*, 79 (3): 667 – 686.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). 2007. *Standar Akuntansi Keuangan*, per 1 September 2007. Jakarta: Salemba Empat.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). 2009. *Standar Akuntansi Keuangan*, per 1 Juli 2009. Jakarta: Salemba Empat.
- International Accounting Standards Board (IASB). 2008. *International Financial Reporting Standards (IFRSs)* 2008. London: IASCF.
- Isidro, H. dan A. Marques. 2008. Non-GAAP financial disclosures: Evidence from European firms' press releases. Helena.Isidro.1@city.ac.uk.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Finance Economics* 3: 305-360.
- Kieso, D. E., J. J. Weygandt, dan T. D. Warfield. 2007. *Intermediate Accounting* (12thed.). New York: Wiley.
- Krische, S. D. 2005. Investors' Evaluations of Strategic Prior-Period Benchmark Disclosures in Earnings Announcements. *The Accounting Review* 80 (1): 243 – 268.
- Laudon, Kenneth C. dan Jane P. Laudon. 2004. *Management Information System. Managing the Digital Firm*, Eighth Edition. Terjemahan Erwin Philippus. 2005. Sistem Informasi Manajemen. Edisi Pertama. Andi. Yogyakarta.
- Lougee, B. A. dan C. A. Mar-

- quardt. 2004. Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings. *The Accounting Review* 79 (3): 769 - 795.
- Mulford, C. W. dan E. E. Comiskey. 2002. *The Financial Numbers Game*. Terjemahan Aurolla Saporini Harahap dan Yudith Dwi Anggraeni. 2010. Deteksi Kecurangan Akuntansi. PPM. Jakarta.
- Purnomosidhi, B. 2005. *Analisis Empiris Terhadap Determinan Pengungkapan Modal Intelektual pada Perusahaan Publik di BEJ*. Disertasi tidak diterbitkan. Malang: Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Phillips, R. 2003. *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*. San Fransisco: Berret-Koehler Publishers, Inc.
- Scott, W. R. 2009. *Financial Accounting Theory*. 5th Edition. Toronto: Prentice-Hall.
- Siegel, J. G. dan J. K. Shim. 1987. *Kamus Istilah Akuntansi*. Terjemahan oleh Moh. Kurdi. 1994. Jakarta: PT Gramedia.
- Stice, E. K., J. D. Stice, dan K. F. Skousen. 2004. *Akuntansi Intermediate* (15thed.). Terjemahan oleh Team Salemba Empat. 2004. Jakarta: Salemba Empat.
- Subroto, B. 2003. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepatuhan Kepada Ketentuan Pengungkapan Wajib oleh Perusahaan-Perusahaan Publik dan Implikasinya terhadap Kepercayaan Para Investor di Pasar Modal*. Disertasi tidak diterbitkan. Yogyakarta: Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Wikipedia, the free encyclopedia. 2008. *Pro forma*. (http://en.wikipedia.org/wiki/pro_forma, diakses 18 September 2008).