

ANOMALI AKRUAL DI INDONESIA (STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA)

**Elbert Ludica Toha
S. Nurwahyuningsih Harahap**

Universitas Indonesia

Abstraksi

Sejumlah studi telah menemukan hubungan korelasi yang terbalik antara tingkat akrual dengan *abnormal subsequent stock return* pada pasar Amerika Serikat. Hal ini disebabkan oleh kegagalan investor untuk memprediksi laba masa depan menggunakan komponen kas dan komponen akrual. Investor *overweight* komponen akrual. Hubungan ini disebut sebagai anomali karena tidak sesuai dengan hipotesis pasar efisien dimana investor seharusnya tidak meng-*overweight* komponen akrual. Penelitian ini bertujuan mendeteksi anomali akrual pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dengan total 121 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan adanya anomali akrual di Indonesia walaupun sedikit berbeda dengan pasar Amerika Serikat.

Kata Kunci : akrual, anomali akrual, *abnormal return*

1. Latar Belakang

Dalam upayanya mengembangkan usaha, perusahaan seringkali dihadapkan pada kebutuhan untuk mendapatkan modal dari publik. Modal tersebut dapat berupa pinjaman (hutang), maupun ekuitas. Jika perusahaan mendapatkan ekuitas dari masyarakat (pasar modal), maka kepemilikan perusahaan tersebut sebagian dikuasai oleh publik. Publik yang memberikan dana dalam bentuk ekuitas kepada perusahaan publik disebut investor.

Terdapat dua macam investor, yaitu investor institusional dan investor individual. Investor institusional mengelola dana investasi yang besar yang berasal dari nasabahnya dan memiliki informasi pasar yang relatif lengkap. Investor individual mengelola dana investasi

pribadi dengan nominal yang lebih kecil dari investor institusional. Selain itu, informasi yang dimiliki investor individual juga tidak selengkap investor institusional.

Investor individual maupun institusional menginginkan nilai investasinya meningkat, dengan kata lain memperoleh pengembalian (*return*). Hal ini dikarenakan adanya konsep biaya kesempatan atau yang lazim disebut sebagai *opportunity cost*. Dengan berinvestasi di perusahaan publik, investor telah mengorbankan kesempatan untuk mendapatkan suatu tingkat pengembalian tertentu atas investasi tersebut di tempat lain seperti deposito atau alternatif investasi lainnya. Umumnya, *return* diperoleh dari peningkatan harga saham (kecuali praktik *short sell*). Investor berharap harga saham miliknya meningkat dari waktu ke waktu, yang berarti harga jual hak kepemilikannya lebih tinggi daripada harga beli dan ia memperoleh *return* dari selisih tersebut.

Namun demikian, harga saham tidak selalu meningkat. Investor juga menghadapi risiko turunnya harga saham, sehingga investor harus jeli dalam memprediksi harga saham. Secara fundamental, peningkatan harga saham sangat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan memberikan *return* bagi pemegang saham. *Return* berkaitan sangat erat dengan laba. Dengan demikian laba (masa depan) adalah faktor utama penentu harga saham (masa depan). Hal ini didukung oleh hasil penelitian yang menyatakan bahwa laba (*earning*) sangat mempengaruhi harga saham (Fischer & Jordan, 1991).

Sloan (1996) menjelaskan terdapat dua komponen laba, yaitu komponen akrual (*accrual component*) dan komponen kas (*cash flow component*). Laba yang berasal dari komponen akrual memiliki persistensi (*persistence*) yang lebih rendah dibanding komponen arus kas. Ini artinya, laba akrual memiliki *earning power* yang lebih rendah.

Prinsip akuntansi disusun dengan basis akrual walaupun masih memperbolehkan basis kas untuk beberapa kondisi tertentu. Prinsip akrual ini melibatkan estimasi, pilihan kebijakan akuntansi, alokasi, serta keputusan yang melibatkan *management judgement* yang bersifat subyektif. Idealnya, keputusan manajemen dalam melakukan estimasi, alokasi, dan pemilihan kebijakan akuntansi didasarkan pada niat baik untuk melaporkan substansi atau kebenaran ekonomi. Namun demikian, pada praktiknya seringkali prinsip akrual digunakan sebagai alat manajemen laba. Hal ini menyebabkan rendahnya tingkat ketahanan (*sustainability*) atau persistensi dari laba yang berasal dari komponen akrual (Bernstein, 1993).

Sloan (1996) menemukan adanya perbedaan tingkat persistensi dari kedua komponen penyusun laba. Namun karena hanya laba masa kini yang diperhatikan (*current earning*) maka terjadilah *mispicing* harga saham. Sloan (1996) lebih jauh membuktikan bahwa bobot yang tepat tidak diberikan kepada komponen akrual dan komponen kas, mencerminkan inefisiensi pasar. Pasar cenderung memberikan harga yang terlalu tinggi (*overprice*) pada saham yang mempunyai kualitas akrual tinggi, dan harga yang terlalu rendah (*underprice*) bagi saham yang memiliki kualitas akrual rendah. Harga kemudian akan terkoreksi ketika di masa depan, untuk perusahaan berkualitas akrual tinggi karena ternyata labanya tidak sebesar yang diprediksi sehingga harga sahamnya turun kembali, dan perusahaan berakrual rendah ternyata labanya lebih besar dari yang diperkirakan sehingga harga sahamnya meningkat melebihi prediksi. Dengan kata lain, masyarakat memberikan bobot yang berlebihan (*overweight*) pada komponen akrual. Fenomena ini dinamakan anomali akrual dimana *abnormal return* pada perusahaan berakrual rendah lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan berakrual tinggi. Kenyataan ini disebut anomali karena tidak sesuai dengan *efficient market hypothesis* dimana harga masa kini telah mencerminkan harga masa depan sehingga menutup kemungkinan *abnormal return* (Pincus et al., 2007).

Penelitian atas anomali akrual pada umumnya menggunakan sampel perusahaan publik di pasar Amerika Serikat. Anomali di pasar internasional lainnya juga telah banyak diteliti, satunya oleh Pincus et al. (2003). Penelitian terdahulu umumnya menyimpulkan anomali akrual lebih banyak ditemukan di pasar modal yang berada di negara *common law* dibandingkan *code law*, serta negara-negara yang memperbolehkan penggunaan akrual secara berlebihan. Penelitian anomali akrual di pasar modal negara berkembang belum banyak dilakukan. Karenanya, penelitian dengan menggunakan sampel negara berkembang seperti Indonesia perlu dilakukan. Penelitian ini difokuskan pada keberadaan anomali akrual di pasar modal Indonesia. Anomali akrual tersebut dapat menjadi indikasi efisiensi pasar modal Indonesia.

Hasil penelitian Sloan (1996) yang menemukan korelasi negatif antara tingkat akrual dengan *subsequent stock return* telah melahirkan berbagai penelitian yang berkaitan dengannya, yang salah satunya adalah generalisasi anomali akrual dalam pasar modal negara lain. Berangkat dari hasil penelitian tersebut, peneliti ingin menguji apakah anomali akrual juga terjadi di pasar modal Indonesia dan apakah besarnya (*magnitude*) tetap dari waktu ke waktu. Secara ringkas,

rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut: dalam konteks pasar modal Indonesia, apakah terdapat fenomena anomaly akrual, sama halnya dengan pasar modal Amerika. Selain itu, apakah besaran (*magnitude*) anomali ini tetap dari waktu ke waktu.

2. Tinjauan Literatur

Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis* (EMH), pasar dikatakan efisien apabila harga saham secara instan merefleksikan semua informasi yang ada secara tepat, termasuk informasi akuntansi, yang dalam konteks penelitian ini adalah komponen akrual dalam laba (Jones, 2007). Konsekuensi dari EMH adalah kemampuan analis memperkirakan laba masa depan dengan sempurna, mempertimbangkan unsur akrual dan unsur kas dalam laba masa kini. Jika perkiraan laba masa depan dapat diprediksi dengan sempurna, maka harga saham saat ini akan bergerak ke ekuilibrium harga wajar. Karena harga wajar saat ini telah mengakomodasi laba masa depan, maka tidak akan ada koreksi harga di masa depan ketika laba diumumkan.

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) mengharuskan setiap perusahaan publik menyampaikan laporan keuangan sebagai bentuk pertanggung jawabannya. Tujuan dari laporan keuangan adalah memberikan informasi mengenai posisi dan kinerja keuangan perusahaan bagi pembaca laporan keuangan. Untuk mencapai tujuan tersebut, laporan keuangan disusun atas dasar akrual. Prinsip akrual dalam akuntansi menyebabkan suatu kejadian transaksi dicatat berdasarkan substansi ekonominya, bukan aliran kas. Pelaksanaan prinsip ini akan melibatkan beberapa kegiatan seperti estimasi, alokasi, dan keputusan manajemen lainnya yang bersifat subjektif. Sebagai konsekuensi dari prinsip akrual akuntansi, pelaporan laba terdiri atas dua komponen, yaitu komponen akrual dan komponen kas. Komponen kas adalah laba yang diakui secara akuntansi dan terdapat aliran kas secara fisik. Komponen akrual adalah laba yang dihasilkan dari kebijakan akuntansi untuk mengakui sebuah transaksi ekonomi sebagai laba (baik pendapatan maupun beban) tanpa aliran kas. Dalam banyak literatur keuangan disebutkan bahwa kedua komponen laba ini memiliki kualitas dan tingkat persistensi yang berbeda.

Kualitas laba (*earning quality*) adalah kemampuan laba dalam laporan keuangan menjelaskan kondisi laba perusahaan yang sesungguhnya sekaligus digunakan untuk memprediksi laba masa depan (Bellovary, Giacomino, & Akers, 2005). Kualitas laba mengacu pada stabilitas (*stability*), ketahanan (*persistence*), dan keseragaman (*lack of variability*) dari laba

yang dilaporkan. Penelitian menunjukkan bahwa kualitas laba dipengaruhi oleh karakteristik ekonomi, fundamental laporan keuangan dan metode akuntansi (Subramanyam & Wild, 2009).

Untuk menghasilkan prediksi laba yang akurat, komponen yang stabil dan berulang harus dipisahkan dari yang tak berulang (Subramanyam & Wild, 2009). Hal-hal yang mempengaruhi persistensi laba adalah tren laba (*Earnings Trend*) dan manajemen laba (*Earnings Management*). Selain mampu mengidentifikasi komponen laba yang persisten, analis harus mampu untuk mengidentifikasi komponen laba yang sementara (*transitory*). Dua langkah utama yang harus dilakukan oleh analis adalah menentukan apakah sebuah *item* bersifat *transitory* dengan klasifikasi *nonrecurring operating*, dan *nonrecurring nonoperating* serta melakukan adjustment untuk pos yang bersifat *transitory* (Subramanyam & Wild, 2009):

Akrual anomali telah diidentifikasi dalam penelitian Sloan (1996), yaitu adanya korelasi negatif antara tingkat akrual dan *subsequent stock return*. Sloan (1996) mengidentifikasi dua komponen di dalam laba, yaitu komponen kas dan komponen akrual. Penelitiannya membuktikan komponen akrual mempunyai tingkat persistensi yang lebih rendah dibandingkan dengan komponen kas. Dengan kata lain, laba akrual memiliki kemungkinan lebih kecil untuk berulang dibandingkan dengan laba kas. Hal ini dijelaskan Bernstein (1993) bahwa “*CFO (cash flow from operations), as a measure of performance, is less subject to distortion than is the net income figure. This is so because the accrual system which produces the income number, relies on accruals, deferrals, allocations and valuations, all of which involve higher degrees of subjectivity than what enters the determination of CFO. That is why analysts prefer to relate CFO to reported net income as a check on the quality of that income. Some analysts believe that the higher the ratio of CFO to net income, the higher the quality of that income. Put another way, a company with a high level of net income and a low cash flow may be using income recognition or expense accrual criteria that are suspect*”.

Secara singkat, laba akrual rawan terhadap manajemen laba dan dipengaruhi keputusan yang subjektif sehingga bukan merupakan pendapatan yang akan berulang. Sloan (1996) membuktikan tingkat persistensi kedua komponen dengan melakukan regresi. Variabel dependen adalah laba masa kini dan variabel independen laba masa lalu. Laba masa lalu dibagi menjadi dua, yaitu komponen kas dan komponen akrual. Hasil regresi menunjukkan bahwa komponen kas memiliki koefisien lebih besar dari pada komponen akrual. Hal ini berarti komponen kas lebih persisten.

Hasil yang sama diperoleh Habib (2008) untuk perusahaan di Selandia Baru. Hasil penelitiannya menunjukkan komponen kas memainkan peran yang lebih penting dalam prediksi

laba masa depan dibandingkan dengan komponen akrual. Hal ini terlihat dari koefisien hasil regresi komponen kas lebih besar dari komponen laba (dimana laba terdiri dari komponen kas dan akrual).

Sloan (1996) menduga bahwa terdapat kegagalan memperhatikan kedua komponen ini secara tepat dalam melakukan valuasi. Dengan kata lain, lemahnya persistensi akrual dibanding persistensi kas tidak disadari. Hal ini juga diungkapkan dalam penelitian Teoh & Wang (2002) yang menyimpulkan bahwa komponen akrual merupakan hal penting yang menyebabkan kesalahan prediksi (*forecast error*). Analisis cenderung terlalu optimis dalam memprediksi *future earning* terhadap perusahaan yang memiliki tingkat akrual tinggi juga mempengaruhi *overweight* komponen akrual (Teoh & Wang, 2002). Mereka cenderung menilai komponen akrual memiliki tingkat persistensi yang sama dengan komponen kas.

Sloan (1996) mencoba untuk mensimulasikan jual beli saham dengan mengeksploitasi kesalahan analisis dan investor. Hasil yang diperolehnya adalah *abnormal return* positif bagi perusahaan berakrual rendah dan *abnormal return* negatif bagi perusahaan berakrual tinggi. Penelitian ini dilanjutkan oleh Lev & Nissim (2005) dengan menguji kembali keberadaan anomali akrual di beberapa indeks di Amerika Serikat. Ia membuat beberapa portofolio berdasarkan ukuran perusahaan dan *book to market ratio*. Di masing-masing kelompok, perusahaan diurutkan berdasarkan besaran komponen akrual dengan pendekatan laba dan neraca. *Return* masing-masing saham dibandingkan dengan rerata *return* kelompok saham yang bersangkutan. Perbedaan diantara keduanya menghasilkan *abnormal return*. Hasilnya, perusahaan dengan tingkat akrual tinggi memberikan *abnormal return*. Penelitian ini menguatkan kesimpulan Sloan (1996) tentang adanya korelasi negatif antara tingkat akrual dengan *subsequent stock return*.

Lev & Nissim (2005) berpendapat bahwa jika *abnormal return* dapat diperoleh dengan mengeksploitasi akrual, maka hal tersebut akan dilakukan oleh para investor, dengan kata lain arbitrase. Pratik arbitrase akan menghilangkan *abnormal return*. Maka dari itu, mereka menguji apakah anomali akrual bertahan seiring dengan waktu. Hasil penelitian menunjukkan eksistensi anomali ini tetap selama periode observasi walaupun ada bukti arbitrase anomali akrual dalam jumlah kecil.

Salah satu penjelasan mengapa investor tidak melakukan arbitrase massif datang dari Mashruwala, Rajgopal, & Shevlin, (2006). Alasan perilaku investor tersebut adalah besarnya

risiko pada perusahaan berakrual tinggi sehingga *riskaverse investor* menghindari saham-saham ini. Selain itu, anomali akrual banyak ditemukan pada perusahaan yang memiliki harga saham rendah dengan volume transaksi yang rendah pula. Dengan demikian, biaya transaksi menjadi hal yang penting untuk dicermati.

Dalam penelitiannya, Sloan (1996) memakai pendekatan neraca dalam memperkirakan kualitas akrual perusahaan, sedangkan Lev dan Nissim (2005) menggunakan dua pendekatan, yaitu neraca dan aliran kas. Hribar dan Collins (2002) meneliti tentang kedua pendekatan ini. Mereka menyimpulkan bahwa memperkirakan tingkat akrual perusahaan dengan pendekatan neraca dapat menyebabkan kesalahan yang berpengaruh pada hasil akhir penelitian. Maka dari itu, mereka menyarankan untuk menggunakan pendekatan aliran kas. Soares dan Stark (2009) menemukan hasil yang menguatkan penelitian sebelum mereka, yaitu keberadaan anomali akrual di pasar modal Inggris. Mereka membuat portofolio dan menghitung *abnormal return* dari tiap-tiap saham dalam kelompok portofolio. Penemuannya adalah anomali akrual hanya terjadi dalam saham-saham berakrual tinggi, sedangkan fenomena serupa tidak ditemukan dalam saham berakrual rendah.

Setelah berbagai penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat, Pincus et al. (2007) menguji apakah anomali akrual merupakan fenomena yang terjadi di setiap pasar modal berbagai negara. Mereka melakukan regresi dengan variabel dependen *abnormal return* dan berbagai variabel independen mengenai karakteristik pasar modal seperti sistem hukum (*common law* atau *code law*), larangan transaksi orang dalam (*insider trading restriction*), kebijakan akuntansi, tingkat konsentrasi kepemilikan, dan porsi kepemilikan publik. Mereka menemukan bahwa *overweighting* akrual tidak selalu diikuti oleh *underweighting* komponen kas dan anomali akrual yang terjadi akibat *overweighting* komponen akrual hanya terjadi di empat negara, yaitu Amerika Serikat, Inggris, Kanada, dan Australia. Anomali akrual lebih banyak ditemukan di negara *common law*, akuntansi akrual yang lebih ekstensif, konsentrasi kepemilikan yang lebih rendah, dan kontrol pemilik saham publik yang rendah. Kebijakan akuntansi di suatu negara sangat dipengaruhi oleh karakteristik negara bersangkutan. Tiga hal diantaranya adalah sistem hukum, sumber pendanaan dominan, dan konsentrasi kepemilikan (Choi & Meek, 2008). Sistem hukum secara luas terbagi menjadi dua, yaitu *common law* dan *code law*. Perbedaan standar akuntansi atas kedua jenis hukum ini dijelaskan Choi & Meek (2008) sebagai berikut : “*Thus, in code law countries, accounting rules are incorporated into national laws and tend to be highly prescriptive and*

procedural. By contrast, common law develops on case-by-case basis with no attempt to cover all cases in an all-encompassing code. Statute law exists, of course, but it tends to be less detailed and more flexible than in a code law system. This encourages experimentation and permits the exercise of judgement.”

Negara yang memiliki sistem hukum *common law* memberikan ruang kepada manajemen untuk memutuskan teknik pencatatan suatu transaksi. Dengan demikian, praktik diskresi akrual lebih banyak ditemukan pada negara *common law* dibandingkan *code law*. Selain itu, sumber pendanaan dominan pada negara *common law* umumnya adalah pasar modal disertai dengan konsentrasi kepemilikan yang rendah (*disperse ownership*). Konsekuensinya adalah keharusan untuk memiliki mekanisme perlindungan investor yang muktahir yang notabene jumlahnya sangat banyak mengingat konsentrasi kepemilikan yang rendah. Mekanisme ini mengedepankan transparansi sehingga menghasilkan *disclosure* atas laporan keuangan yang lebih lengkap dibandingkan negara berbasis bank dimana perlindungan kreditor lebih diutamakan. Perlindungan terhadap kreditor tidak dilakukan melalui *disclosure* melainkan dengan penerapan konservatisme pada pengukuran pendapatan. Dengan demikian konservatisme yang berbanding terbalik dengan akrual (semakin konservatif semakin rendah pula akrual) cenderung lebih kuat pada negara yang sumber pendanaannya didominasi oleh bank. Berdasarkan faktor-faktor di atas, menggunakan akrual lebih ekstensif pada negara *common law*. Hal ini menjelaskan mengapa anomali akrual lebih banyak ditemukan pada negara *common law* (Pincus et al. 2007).

Di pasar Indonesia, penelitian mengenai anomali akrual dilakukan oleh Ratmono & Cahyonowati (2005). Pendekatan neraca dipakai dalam melakukan proksi atas tingkat akrual perusahaan. Kesimpulan penelitian ini adalah komponen akrual memiliki persistensi yang lebih rendah dibandingkan komponen kas, sesuai dengan hasil penelitian di pasar Amerika Serikat. Walaupun demikian, *Mishkin Test* yang dilakukan untuk menguji penilaian pasar terhadap persistensi komponen laba menunjukkan bahwa pasar Indonesia *overpricing* terhadap semua komponen. Hal ini tidak sesuai dengan hasil penelitian terdahulu, dimana investor cenderung untuk *overprice* komponen akrual dan *underprice* komponen kas.

Dalam pelaporan laba, ada dua komponen informasi yang harus diperhatikan, yaitu komponen akrual dan komponen kas. Komponen kas dapat dilihat dari laporan arus kas perusahaan, sedangkan komponen akrual dapat diperoleh lewat pengurangan total laba dengan aliran kas dari operasi. Komponen akrual muncul akibat standar akuntansi yang menerapkan dasar akrual. Artinya, pencatatan dan pengakuan dilakukan pada substansi ekonominya, bukan

aliran kas. Hal ini membuat banyak transaksi yang kasnya belum diterima (atau dikeluarkan) namun sudah diakui dalam pembukuan sehingga memungkinkan munculnya pengakuan pendapatan (atau beban) padahal kas belum secara riil diperoleh (atau dikeluarkan). Dewan Standar Akuntansi di berbagai negara memberikan kriteria tertentu untuk membukukan sebuah kejadian tanpa arus kas. Jika memenuhi kriteria, maka transaksi tersebut dapat dicatat dalam sistem akuntansi perusahaan. Karena pengambilan keputusan pencatatan berada pada manajemen, proses pencatatan akrual dalam perusahaan sangat subjektif sehingga komponen akrual dalam laba sangat rentan terhadap praktik manajemen laba (Sloan, 1996). Manajemen bebas menambah atau mengurangi laba dengan mengatur waktu pengakuannya.

Laba yang berasal dari “pengaturan waktu” pengakuan tentunya memiliki tingkat persistensi yang lemah, karena laba tersebut dihasilkan bukan dari kemampuan perusahaan yang dapat terus berulang, melainkan “laba buatan”. Sebagai contoh, jika laba Desember 2009 diakui pada Januari 2010, maka laba tersebut tak akan berulang di Januari 2011 (jika manajemen mengakui laba Desember 2010 secara benar). Berbeda dengan komponen kas, ia memiliki persistensi yang lebih tinggi daripada komponen akrual karena relatif bebas dari pengaturan waktu. Banyak literatur keuangan membahas mengenai peranan informasi komponen akrual dimana investor gagal memberikan bobot persistensi yang tepat kepada kedua komponen ini (Sloan, 1996). Mereka cenderung memberikan bobot yang sama besar. Investor sering memperhatikan tingkat laba tanpa memperhatikan kedua komponen ini.

Laba aktual masa depan (*actual future earning*) perusahaan dengan komponen akrual yang tinggi cenderung akan berada lebih rendah dari yang diprediksi (*predicted future earning*) karena laba akrual tersebut tidak berulang padahal investor memperkirakan laba tersebut berulang akibat kegagalan menilai persistensi komponen akrual (Teoh & Wong, 2002). Berlaku pula sebaliknya, perusahaan dengan tingkat akrual rendah cenderung memiliki *actual future earning* yang lebih tinggi daripada *predicted future earning*. Akibatnya, prediksi *future earning* menjadi tidak tepat, yang berdampak pada kesalahan harga saham (*mispicing*). Ketika kemudian muncul perbedaan antara *predicted* dengan *actual future earning*, harga saham akan terkoreksi. Dengan kata lain, investor cenderung *overprice* (*underprice*) untuk saham perusahaan yang memiliki kualitas akrual tinggi (rendah). Akibatnya, perusahaan dengan tingkat akrual tinggi menawarkan *abnormal return* negatif dan perusahaan berkualitas akrual rendah menawarkan *abnormal return* positif. Korelasi negatif antara tingkat akrual dengan *abnormal return* inilah

yang disebut sebagai anomali akrual. Investor dapat mempelajari fenomena koreksi ini untuk kemudian dimanfaatkan (arbitrase) untuk memperoleh keuntungan pribadinya, yang dinamakan dengan strategi akrual.

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis, tingkat kualitas akrual dan kegagalan investor menilai persistensinya akan menghasilkan *abnormal return*. Tingkat akrual yang tinggi menyebabkan *overprice* harga saham, sedangkan akrualitas rendah akan menyebabkan *underprice*. Di masa depan, saham berakrual tinggi (*overprice*) akan mengalami koreksi negatif, dan sebaliknya. Dengan demikian, hipotesis penelitian ini adalah: *Terdapat anomali akrual, yaitu hubungan negatif antara tingkat akrual dan subsequent abnormal stock return*

1. METODE PENELITIAN

Terdapat 2 pengujian utama yang dilakukan dalam penelitian ini, yaitu:

1. replikasi model penelitian (Lev & Nissim, 2005) untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* positif (negatif) di perusahaan yang memiliki tingkat akrual rendah (tinggi), dengan melakukan simulasi jual beli atas portofolio dan menerapkan strategi akrual. Strategi akrual yang dimaksud adalah membeli saham-saham berakrual rendah, dan melakukan penjualan (*short sell*) untuk saham perusahaan berakrual tinggi dalam jumlah yang sama besar. Kemudian dihitung rata-rata *abnormal return* yang diperoleh dari selisih *return* saham individual dengan portofolio.

Portofolio disusun berdasarkan 3 kriteria, yaitu ukuran perusahaan (*size-based portfolios*), rasio *book to market value* (*BM-based portfolios*), dan keduanya (*Size/BMbased portfolios*). Peneliti membagi sample ke dalam empat kelompok sama besar melalui tiga cara pembentukan portofolio seperti disebutkan sebelumnya. Penyusunan portofolio didasarkan pada penelitian Fama & French (1992) yang menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan dan *book-to-market* cukup menjelaskan variasi *return*. Selain itu, penelitian

Soares & Stark (2009) juga menggunakan kedua variabel ini sebagai dasar pembentukan portofolio. Dalam *size-based portfolios*, perusahaan diurutkan berdasarkan *size* dan dikelompokkan menjadi empat. Demikian pula dengan *BM-based portfolios*, perusahaan diurutkan berdasarkan rasio *book-to-market value* dan dikelompokkan menjadi empat. Pada *Size/BM-based portfolios*, sampel dikelompokkan menjadi dua berdasarkan *size*. Masing-

masing kelompok kemudian dibagi menjadi dua kelompok kecil berdasarkan rasio *book-to-market value* sehingga menghasilkan empat kelompok perusahaan (portofolio) yang masing-masing berisi 30 sampel (kecuali kelompok keempat memiliki 31 sampel). Dengan demikian, dalam masing-masing portofolio akan terdapat 4 kelompok perusahaan. Hal ini dilakukan untuk mengontrol variabel ukuran perusahaan dan *book to market ratio* secara terpisah maupun sekaligus, sehingga perusahaan dalam observasi memiliki karakter sejenis ketika simulasi dilakukan.

Dalam masing-masing portofolio, *abnormal return* lima perusahaan berakrual terendah akan dikurangkan dengan *abnormal return* lima perusahaan berakrual tertinggi. Dengan demikian, dapat terlihat apakah perusahaan berakrual rendah memiliki *abnormal return* yang lebih tinggi dibanding perusahaan berakrual tinggi.

2. Regresi linear untuk menguji korelasi antara tingkat akrual dan *abnormal return*. Dalam model ini disertakan pula beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian Fama & French (1992) sebagai berikut:

$$AR_t = \beta_0 + \beta_1 ACC_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 BM_{t-1} + \varepsilon_t$$

di mana,

AR = *abnormal return*
ACC = Akrual
SIZE = Ukuran Perusahaan
BM = *Book Market Ratio*

Regresi akan dilakukan pada masing-masing jenis portofolio pada setiap tahun dan sampel secara keseluruhan tanpa dibagi ke dalam portofolio. *Abnormal return* diukur dengan menghitung selisih antara rerata *return* saham bulanan dengan rerata *return* bulanan portofolio dimana perusahaan tersebut berada. Rerata *return* bulanan dihitung mulai dari bulan Mei, dimana diasumsikan investor telah memiliki waktu untuk mengolah laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan. Selain digunakan sebagai variabel dependen dari persamaan regresi, hasil perhitungan *abnormal return* yang sama juga akan digunakan dalam uji simulasi portofolio.

Peneliti menggunakan pendekatan laporan laba rugi (*income statement*) untuk menghitung tingkat akrual perusahaan (ACC) sebagaimana digunakan oleh Lev & Nissim (2005), yaitu selisih antara *earning before extraordinary item and discontinued operation* (EBXI) dan arus kas dari aktivitas operasi (CFO). Variabel ini kemudian diskalakan dengan

ukuran perusahaan. Ukuran Perusahaan (SIZE) adalah log dari rata-rata total aset. BM dihitung dengan membagi Book Value Total Asset dengan nilai kapitalisasi pasar

3.5 Data dan Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang merupakan elemen dari laporan keuangan, yaitu data total aset, data rasio *book-to-market value*, laba, dan aliran kas dari operasi yang didapat dari Osiris. Jika terdapat data yang tidak lengkap pada situs penyedia data tersebut, peneliti mengambil data dari laporan keuangan perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, data harga saham mingguan diperoleh melalui *Yahoo! Finance*. Sampel yang diambil adalah perusahaan dari berbagai industri kecuali industri keuangan dari tahun 2002 sampai dengan 2007 yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Jangka waktu sampel dipilih dengan alasan ketidakterediaan data sebelum tahun 2002 dan krisis global tahun 2008. Krisis global menyebabkan pergerakan harga saham sebagai variabel dependen menjadi tidak normal sehingga dapat mengganggu penelitian Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dimana tahun fiskal sampel harus berakhir pada bulan Desember.

Penelitian ini menggunakan sampel 121 jenis saham di pasar modal Indonesia dari berbagai industri kecuali industri keuangan selama empat tahun (tahun 2002-2005). Data yang tersedia dalam database Osiris adalah sebanyak 375 perusahaan. Dari populasi tersebut, sebanyak 81 perusahaan tidak diikutsertakan karena merupakan perusahaan dalam industri keuangan yang memiliki karakteristik berbeda dengan perusahaan dalam industri lainnya. Pengecualian ini juga memungkinkan perbandingan hasil penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya, diantaranya (Soares & Stark, 2009), (Sloan, 1996), dan (Lev & Nissim, 2005) yang juga tidak menyertakan industri keuangan.

Selain itu, sebanyak 141 perusahaan tidak diikutsertakan dalam pengujian karena ketidaklengkapan data untuk menghitung variabel independen yang diperlukan. 32 sample yang lain dikeluarkan karena data harga saham bulanan tidak dapat diperoleh. Rincian pemilihan sampel disajikan dalam Tabel 1.

Mengingat jumlah sampel penelitian hanya 41% dari jumlah total perusahaan di BEI, maka peneliti melakukan uji beda rerata untuk mengidentifikasi perbedaan karakteristik antara perusahaan yang diikutsertakan dalam sampel dengan karakteristik populasi. Adapun

karakteristik yang diuji diproksikan melalui total aset. Berdasarkan metode t-test dalam E-Views, probabilitas hasilnya lebih besar dari 5%. Dengan demikian, disimpulkan sampel memiliki karakteristik yang sama dengan populasi.

Beberapa hal yang dilakukan dalam pengolahan data untuk membuktikan hipotesa penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Membangun portofolio dan melakukan simulasi jual-beli-saham (*trading*) antara perusahaan berakrual tinggi dan rendah. Terdapat tiga cara pembentukan portofolio, yaitu:
 - a. Pada *size/BM-based portfolios*, sampel dikelompokkan menjadi dua berdasarkan rata-rata ukuran perusahaan (*size*) selama empat tahun. Masing-masing kelompok kemudian dibagi menjadi dua kelompok kecil berdasarkan rasio *book-to-market value* sehingga menghasilkan empat kelompok perusahaan (portofolio) yang masing-masing berisi 30 sampel (kecuali kelompok keempat memiliki 31 sampel).
 - b. Dalam *size-based portfolios*, sampel dikelompokkan menjadi empat berdasarkan *size* sehingga terdapat empat portofolio.
 - c. Pada *BM-based portfolios*, portofolio dikelompokkan menjadi empat berdasarkan nilai rerata empat tahun rasio *book-to-market*.
2. Melakukan regresi untuk mengetahui korelasi variabel dependen (*abnormal return*) terhadap variabel independen (akrual) dan variabel kontrol (ukuran perusahaan, nilai *book-to-market value*). Regresi dilakukan untuk setiap kelompok perusahaan (portofolio) dalam *size-based portfolios*, *BM-based portfolios*, dan *size/BM-based portfolios*.

4. Analisis Data

4.1. Simulasi Portofolio

4.1.1 *Size-based Portfolios*

Peneliti menggunakan rerata logaritma total aset dari individu sampel selama periode observasi (empat tahun dari tahun 2002-2005) sebagai dasar pembentukan portofolio. Rerata *SIZE* masing-masing perusahaan sampel diurutkan dari yang paling besar sampai yang terkecil dan kemudian dibagi empat portofolio. Kemudian dihitung rerata *return* bulanan dari masing-masing saham terhitung empat bulan dari tanggal penutupan fiskal. Hasilnya akan dirata-rata untuk menentukan *return* portofolio. *Return* saham individual dikurangi *return* portofolio yang

bersangkutan adalah *abnormal return*. Rerata *abnormal return* dari lima perusahaan berakrual tertinggi akan dibandingkan dengan lima perusahaan berakrual tertinggi dari setiap portofolio.

Hasil simulasi portofolio berdasarkan *SIZE* disajikan di Tabel 2. Pada tahun 2003 terdapat dua dari empat portofolio dimana perusahaan yang memiliki akrual yang rendah menghasilkan *abnormal return* yang lebih besar dari pada perusahaan berakrual tinggi. Kelompok tersebut adalah kelompok perusahaan berukuran besar (*big firm*) dan menengah kecil (*moderate to small firm*). Pada kelompok *big firm*, perusahaan berakrual rendah memperoleh *abnormal return* sebesar -1,25% sedangkan yang berakrual tinggi -2,98%. Walaupun kedua kelompok memperoleh *return* lebih kecil daripada *return* portofolio, namun perusahaan berakrual rendah masih lebih baik. Pada kelompok *moderate to small firm* perbedaan antara perusahaan akrual tinggi dan rendah adalah 1,74%.

Pada tahun 2004, kembali terdapat dua portofolio yang mengindikasikan adanya anomali akrual, yaitu kelompok *moderate to big firm* dan *moderate to small firm*. Perbedaan *abnormal return* antara kelompok perusahaan berakrual rendah dan tinggi pada masing-masing kelompok adalah 0,41% dan 0,79%. Perbedaan ini lebih kecil dari tahun 2003. Pada kelompok *big firm* dan *small firm*, perusahaan berakrual tinggi memperoleh *abnormal return* yang lebih tinggi dari pada yang berakrual rendah. Terlebih, perbedaan tersebut sangat besar, yaitu -1,95% pada kelompok *big firm* dan 3,59% pada kelompok *small firm*.

Pada tahun 2005, semakin banyak kelompok portofolio yang mengindikasikan adanya anomali akrual, yaitu tiga dari empat kelompok portofolio, yaitu seluruh portofolio kecuali kelompok *small firm*. Pada portofolio *big firm*, *moderate to big firm*, dan *moderate to small firm*, kelompok perusahaan berakrual rendah memiliki *abnormal return* yang lebih baik daripada perusahaan berakrual tinggi, dengan perbedaan secara berurutan 1,64%, 0,23%, 2,64%. Pada tahun 2006, seluruh portofolio menunjukkan adanya anomali akrual. Perusahaan dengan akrual rendah mengalahkan *abnormal return* perusahaan berakrual tinggi dengan selisih 1,67% pada portofolio *big firm*, 7,41% pada portofolio *moderate to big firm*, 1,23% pada *moderate to small firm*, dan 3,54% pada *small firm*.

Jika hasil simulasi ini disajikan per tahun seperti pada Gambar 1 tampak bahwa pada tahun 2003 investor akan mendapatkan rata-rata 2,56% lebih besar daripada *return* portofolionya setiap bulan. Pada tahun 2004, investor akan mendapatkan *return* yang lebih rendah daripada *return* portofolionya sebesar 4,34% per bulan. Pada tahun berikutnya, *abnormal return* kembali

lebih daripada portofolio sebesar 1,90% per bulan. Pada tahun 2006, investor akan mencetak keuntungan 13,85% lebih besar dari *return* portofolio per bulan. Hal tersebut menunjukkan adanya tren anomali akrual yang semakin besar/meningkat dari tahun ke tahun, dan akrual anomali paling besar terdapat pada tahun terakhir observasi.

4.1.2 *BM-based Portfolios*

Dasar pembentukan portofolio ini adalah *book-to-market ratio*. Rerata dari empat tahun nilai rasio *book-to-market* diurutkan dan dibagi menjadi empat portofolio. Kemudian dihitung rerata *return* bulanan dari masing-masing saham terhitung empat bulan dari tanggal penutupan fiskal. Hasilnya di rata-rata untuk menentukan *return* portofolio. *Return* saham individual dikurangi *return* portofolio yang bersangkutan adalah *abnormal return*. Rerata *abnormal return* dari lima perusahaan berakrual tertinggi akan dibandingkan dengan lima perusahaan berakrual tertinggi dari setiap portofolio.

Hasil simulasi portofolio berdasarkan *book-to-market ratio* disajikan dalam Tabel 3. Pada tahun 2003 dua dari empat portofolio membuktikan bahwa perusahaan dengan akrual rendah mempunyai *abnormal return* yang lebih besar dari pada perusahaan berakrual tinggi. Portofolio tersebut berisi perusahaan yang mempunyai nilai *book-to-market ratio* menengah, baik menengah ke atas maupun menengah kebawah (*moderate to high BM firm* dan *moderate to low BM firm*). Pada kelompok *moderate to high BM firm*, perbedaan *abnormal return* antara kedua ekstrem akrual tidak terlalu besar, yaitu 0,49%. Pada kelompok *moderate to low BM firm*, perbedaan tersebut lebih besar dengan 2,05%. Portofolio yang terdiri dari perusahaan bernilai *book-to-market ratio* tinggi dan rendah tidak menunjukkan anomali akrual, dimana perusahaan berakrual tinggi memperoleh *abnormal return* yang lebih besar dari perusahaan rendah sebesar 2,87% dan 1,81%.

Tahun 2004 terdapat pula dua portofolio yang menunjukkan tanda anomali akrual, yaitu *moderate to low BM firm* dan perusahaan dengan *book-to-market ratio* rendah (*low BM firm*). Perbedaan *abnormal return*-nya adalah 0,17% dan 2,88%. Sedangkan hipotesis tidak terbukti pada portofolio perusahaan bernilai *book-to-market ratio* menengah sampai tinggi. Pada tahun 2005, hanya terdapat satu portofolio dimana perusahaan berakrual rendah tidak mengungguli

return saham perusahaan berakrual tinggi, yaitu pada portofolio *low BM firm*. Dalam portofolio ini, *abnormal return* saham perusahaan berakrual tinggi melebihi perusahaan berakrual rendah dengan selisih 2,78%. Dalam portofolio lain, perusahaan berakrual rendah memiliki *abnormal return* yang lebih besar daripada perusahaan berakrual tinggi dengan selisih yang cukup besar, yaitu 1,03% pada *high BM firm*, 1,58% pada *moderate to high BM firm*, dan 1,27% pada perusahaan *moderate to low BM firm*. Pada tahun 2006, semua portofolio menunjukkan *abnormal return* perusahaan berakrual rendah mengalahkan perusahaan berakrual tinggi. Selisih *abnormal return* pada *high BM firm* adalah 3,68%, 3,30% pada *moderate to low BM firm*, dan 1,40% pada *low BM firm*. selisih paling besar yaitu sebesar 7,22% terdapat pada portofolio *moderate to high BM firm*.

Jika dilihat untuk seluruh periode observasi, ditemukan bahwa perusahaan berakrual rendah dalam *moderate to low BM firm* selalu memiliki *abnormal return* yang lebih baik dibandingkan perusahaan sebaliknya. Selain itu, jika investor menginvestasikan dananya ke dalam portofolio ini, maka pada tahun 2003 ia akan mendapatkan total *abnormal return* sebesar -2,14%, 1,19% pada tahun 2004, 1,1% pada tahun 2005, dan 15,60% pada tahun 2006 seperti tergambar pada gambar 4.18. Dapat disimpulkan bahwa sepanjang periode observasi ada indikasi peningkatan anomali akrual dalam pasar modal Indonesia. Kesimpulan ini sama dengan simulasi pada portofolio yang dibentuk berdasarkan ukuran perusahaan (*size*).

4.1.3 Size/BM-based Portfolios

Dalam membentuk portofolio, peneliti menggunakan dasar ukuran perusahaan (*size*) dan rasio *book-to-market ratio*. Selama empat tahun observasi, peneliti menggunakan rerata logaritma total aset sebagai pendekatan ukuran perusahaan dan rerata rasio *book-to-market*. Peneliti kemudian mengurutkan ukuran perusahaan dan membuat dua portofolio. Di dalam kedua portofolio tersebut, peneliti mengurutkan rasio *book-to-market* pada masing-masing portofolio dan membaginya menjadi dua portofolio menjadi total empat portofolio. Peneliti kemudian menghitung rerata *return* bulanan dari masing-masing saham terhitung empat bulan dari tanggal penutupan fiskal. Hasilnya akan di rata-rata untuk menentukan *return* portofolio. *Return* saham individual dikurangi *return* portofolio yang bersangkutan adalah *abnormal return*. Rerata *abnormal return* dari lima perusahaan berakrual tertinggi akan dibandingkan dengan lima perusahaan berakrual tertinggi dari setiap portofolio.

Hasil simulasi portofolio berdasarkan *size* dan *book-to-market ratio* disajikan pada tabel 4. Pada tahun 2003, anomali akrual hanya terdapat pada *small firm low BM* dengan perbedaan *abnormal return* yang kecil, yaitu 0,96%. Ketiga portofolio lain tidak sesuai dengan hipotesis. Pada tahun 2004, terdapat dua portofolio dengan anomali akrual, yaitu pada kelompok perusahaan *big firm low BM* dan *small firm low BM*. Anomali hanya terdapat pada perusahaan yang memiliki *book-to-market ratio* rendah. Perusahaan dengan *book-to-market ratio* yang tinggi dan akrual yang tinggi memiliki *abnormal return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan sejenis berakrual rendah dengan selisih yang cukup signifikan yaitu 1,55% pada *big firm high BM* dan 3,18% pada *small firm high BM*.

Tahun 2005, jumlah portofolio dengan anomali akrual semakin banyak, yaitu berjumlah tiga dari empat portofolio, yaitu portofolio *big firm high BM*, *big firm low BM*, dan *small firm high BM* dengan selisih *abnormal return* antara perusahaan berakrual tinggi dan rendah sebesar 1,50%, 3,08%, dan 0,38%. Hanya terdapat satu portofolio yang mendukung dugaan awal penelitian ini, yaitu *small firm low BM* dan dimana selisihnya cukup besar, yaitu mencapai 2,59%. Dalam tahun 2006, semua portofolio mendukung hipotesis dimana perusahaan berakrual rendah mampu mengungguli perusahaan berakrual tinggi dalam *abnormal return*. Pada tahun ini, selisih yang diberikan antar kedua kelompok perusahaan dalam tiga portofolio cukup besar, yakni 5,28% pada *big firm high BM*, 4,20% pada *big firm low BM*, dan 5,05% pada *small firm high BM*. Sedangkan pada kelompok *small firm low BM* perbedaannya sangat kecil, yakni hanya 0,10%.

Jika investor menempatkan dananya pada saham-saham yang sesuai dengan simulasi portofolio di atas, maka pada tahun 2003 dan 2004 ia akan mendapatkan *abnormal return* lebih rendah sebesar 1,62% dan 3,89% dibandingkan portofolio seperti terlihat pada gambar 4.19. Namun demikian, jika strategi akrual dilanjutkan sampai dengan tahun 2006, maka pada tahun 2005 ia akan mendapatkan *abnormal return* positif sebesar 2,37% dan 14,63% pada tahun 2006. Mengikuti pola-pola anomali akrual pada portofolio yang dibentuk berdasarkan *size* maupun *book-to-market ratio*, maka semakin lama anomali akrual semakin tampak. Ini tercermin dari nilai *abnormal return* yang cenderung rendah atau negatif pada periode awal observasi, namun menjadi sangat besar pada tahun akhir observasi (2006).

4.2. Analisis Regresi

4.2.1 *Size-based Portfolios*

Hasil analisis regresi disajikan dalam Tabel 5. Untuk *size-based portfolios*, model signifikan hanya pada 4 portofolio, yaitu portofolio *moderate to small firm* dan *small firm* pada tahun 2003, serta *moderate to big firm* dan *moderate to small firm* pada tahun 2006. Hasil ini menunjukkan bahwa pada 4 portofolio tersebut di tahun yang bersangkutan, variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variasi *abnormal return*.

Uji R^2 menunjukkan bahwa model yang memiliki R^2 paling tinggi adalah kelompok portofolio *moderate to small firm* pada tahun 2003, dimana model mampu menjelaskan 31,7% variasi *abnormal return* pada portofolio bersangkutan. Model lain yang memiliki nilai R^2 tinggi terdapat pada kelompok *small firm* tahun 2003 dengan nilai 26,7%, *moderate to big firm* tahun 2006 dengan nilai 31,1%, dan *moderate to small firm* tahun 2006 dengan nilai 31%.

Nilai R^2 paling rendah dimiliki oleh kelompok portofolio *big firm* pada tahun 2004, dimana model hanya mampu menjelaskan variasi *abnormal return* sebesar 2,8% sedangkan 97,2% sisanya dijelaskan oleh variabel di luar model. Perbedaan nilai R^2 yang cukup signifikan antar portofolio menunjukkan bahwa variabel independen dan kontrol hanya mampu menjelaskan *abnormal return* dalam beberapa kondisi saja, tidak bisa digeneralisasi.

Pada tahun 2003 dalam portofolio *big firm* dan *moderate to big firm*, semua variabel independen dan kontrol yang diuji tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Pada portofolio *moderate to small firm*, hanya ada satu variabel yang signifikan yaitu *book-to-market ratio*. Namun demikian, pada portofolio *small firm*, terdapat lebih banyak variabel yang signifikan, yaitu *book-to-market ratio* dan ukuran perusahaan, keduanya merupakan variabel kontrol. Pada tahun ini, variabel independen yang diuji tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keempat portofolio. Pada tahun 2004, semua variabel baik independen maupun kontrol tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*, kecuali variabel *book-to-market ratio* pada portofolio *moderate to small firm*. Tahun 2005, semua variabel baik independen maupun kontrol tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Hal ini menjelaskan mengapa R^2 pada tahun 2005 sangat rendah, karena variabel independen dan kontrol dalam model tidak mampu menjelaskan *abnormal return* sama sekali, baik keseluruhan maupun masing-masing. Pada tahun 2006 di portofolio *big firm* dan *small firm*, tidak ada variabel

independen dan kontrol yang berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return*. Variabel akrual terbukti berpengaruh signifikan pada portofolio *moderate to big firm*, sedangkan variabel kontrol *book-to-market ratio* berpengaruh signifikan pada portofolio *moderate to small firm*.

Variabel akrual (*ACCRUAL*) hampir tidak memiliki pengaruh sama sekali dalam penentuan *abnormal return*, terbukti dari enam belas portofolio yang diuji, variabel ini hanya memberikan pengaruh yang signifikan terhadap satu portofolio, yaitu pada tahun 2006 dalam portofolio *moderate to big firm*. Koefisien variabel ini juga tidak konsisten dalam semua portofolio, yaitu negatif di sembilan portofolio dan positif di tujuh portofolio. Hal ini berarti akrual tidak berarti banyak dalam prediksi *abnormal return*. Walaupun demikian, dalam portofolio dimana akrual berpengaruh signifikan, variabel ini memiliki koefisien yang negatif, yang artinya jika akrual semakin tinggi maka *abnormal return* akan berkurang. Sifat kedua variabel ini berhubungan terbalik. Ini sesuai dengan hipotesis awal bahwa semakin tinggi tingkat akrual perusahaan, sahamnya cenderung mendapatkan *abnormal return* lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan berakrual rendah.

Variabel kontrol *book-to-market ratio* lebih banyak memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* dibandingkan dengan variabel utama yang diuji. Dari enam belas portofolio, variabel ini memiliki pengaruh signifikan di empat portofolio, yaitu *small firm* pada tahun 2003 dan *moderate to small firm* pada tahun 2003, 2004, dan 2006. Koefisien variabel dalam model yang signifikan adalah negatif. Variabel kontrol lain yaitu *size* (ukuran perusahaan) juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Variabel ini hanya berpengaruh dalam portofolio *small firm* pada tahun 2003 dengan koefisien positif.

4.2.2 BM-based Portfolios

Pada uji signifikansi keseluruhan model sebagaimana disajikan dalam Tabel 6, terdapat 5 dari 16 portofolio yang variabel independen dan kontrolnya bersama-sama memberikan pengaruh signifikan atas nilai *abnormal return* dimana *probability-F stat* nya lebih kecil dari 5% (α). Portofolio tersebut adalah *high BM firm* pada tahun 2003 dan 2004 dengan *probability F-stat* 0,10 dan 0,006, *moderate to high BM firm* pada tahun 2003 dan 2004 dengan *probability F-stat* 0,031 dan 0,005, dan *moderate to high BM firm* pada tahun 2006 dengan *probability F-*

stat 0,044. Terlihat bahwa model sangat baik dalam menjelaskan variasi *abnormal return* dalam portofolio yang relatif memiliki nilai *book-to-market ratio* yang tinggi.

Nilai R^2 tertinggi terdapat pada portofolio *moderate to high BM firm* pada tahun 2004 dengan nilai 38,3%. Ini berarti model mampu memprediksi 38,3% pergerakan *abnormal return*, sedangkan 61,7% ditentukan oleh hal-hal lain diluar model. Portofolio lainnya yang memiliki nilai R^2 tinggi adalah *high BM firm* dan *moderate to high BM firm* pada tahun 2003, *high BM firm* pada tahun 2004, dan *moderate to high BM firm* pada tahun 2006. Sesuai dengan hasil pada uji F, model bekerja dengan baik pada portofolio perusahaan-perusahaan bernilai *book-to-market ratio* yang tinggi. Pada perusahaan bernilai *book-to-market ratio* yang rendah, model tidak bekerja dengan baik. Sebagai contoh, kelompok *low BM firm* tahun 2003 memiliki nilai R^2 8,9%. Kelompok yang sama pada tahun 2004 memiliki R^2 sebesar 5,1% dan 8,3% pada tahun 2005. Kelompok *moderate to low BM firm* memiliki nilai R^2 sebesar 5,9% pada tahun 2003, 9,7% pada tahun 2004, 4,6% pada tahun 2005, dan 6,8% pada tahun 2006.

Pada tahun 2003, terdapat dua portofolio yang modelnya secara bersama-sama variabel independen dan kontrolnya memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel dependen, yaitu portofolio *high BM firm* dan *moderate to high BM firm*. Walaupun demikian, jika dilihat lebih jauh yang sebenarnya memberikan pengaruh signifikan bukanlah variabel utama yang diuji yaitu akrual, melainkan variabel kontrol seperti *size* pada kedua kelompok dan *book-to-market ratio* pada kelompok *moderate to high BM firm*. Sedangkan variabel akrual, *size*, dan *book-to-market ratio* pada portofolio *moderate to low BM firm* dan *low BM firm* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*abnormal return*).

Pada tahun 2004, variabel *book-to-market ratio* kembali terbukti memberi pengaruh signifikan kepada portofolio bernilai *book-to-market ratio* tinggi, sedangkan variabel akrual dan *size* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Tidak ada variabel yang memberikan pengaruh signifikan atas variasi *abnormal return* pada tahun 2005, baik secara individu maupun keseluruhan. Tidak terdapat *Probability-F-Stat* yang lebih kecil dari α . Pada tahun 2006, *book-to-market ratio* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*, yaitu pada portofolio *low BM firm*. Selain itu, variabel akrual juga menunjukkan pengaruh yang signifikan sesuai hipotesis, dimana perusahaan berakrual tinggi memiliki *abnormal return* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan berakrual rendah, dengan kata lain berbanding terbalik. Hal ini sesuai dengan tanda negatif koeffisien pada variabel akrual.

Di antara enam belas portofolio, variabel akrual hanya memiliki pengaruh yang signifikan dalam dua portofolio dan keduanya berada pada tahun 2006. Pada portofolio dimana variabel akrual berpengaruh signifikan, koefisien variabel tersebut merupakan angka negatif. Hal ini membuktikan bahwa antara akrual dan *abnormal return* memiliki hubungan yang negatif atau berbanding terbalik, sesuai dengan hipotesis awal penelitian. Selain itu, hasil ini juga sejalan dengan hasil simulasi portofolio, dimana anomali akrual nampak paling jelas pada tahun 2006. Variabel kontrol *book-to-market ratio* lebih banyak memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* dibandingkan dengan variabel utama yang diuji. Dari enam belas portofolio, variabel ini memiliki pengaruh signifikan di empat portofolio, yaitu *high BM firm* pada tahun 2004, *moderate to high BM firm* pada tahun 2003 dan 2004, dan *low BM firm* pada tahun 2006. Koefisien variabel dalam model yang signifikan adalah positif, berbeda dengan koefisien pada portofolio berdasarkan ukuran perusahaan. Ini menunjukkan tidak adanya konsistensi pengaruh *book-to-market ratio* dalam penentuan *abnormal return*. Variabel kontrol lain yaitu *size* (ukuran perusahaan) juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Variabel ini hanya berpengaruh dalam portofolio *high BM firm* dan *moderate to high BM firm* pada tahun 2003 dengan koefisien positif.

4.2.3 Size/BM-based Portfolios

Pada uji signifikansi keseluruhan model yang hasilnya disajikan di Tabel 7, terdapat 3 dari 16 portofolio yang variabel independen dan kontrolnya bersama-sama memberikan pengaruh signifikan atas nilai *abnormal return* dimana *probability-F stat* nya lebih kecil dari 5% (α) seperti terlihat pada tabel 4.20. Jumlah ini lebih sedikit daripada portofolio yang dibentuk berdasarkan *size* dan *BM*. Portofolio tersebut adalah *big firm high BM* pada tahun 2003 dengan *probability F-stat* 0,10, *big firm low BM firm* pada tahun 2006 dan *small firm low BM* pada tahun yang sama dengan *probability F-stat* 0,022 dan 0,001.

Dalam portofolio ini, nilai R^2 yang paling tinggi terdapat pada kelompok perusahaan *small firm, low BM* tahun 2006, yaitu dengan nilai 43,2%. Ini juga merupakan angka tertinggi di antara portofolio yang dibentuk berdasarkan *size* dan *BM*. Kelompok lain yang memiliki nilai *R-squared* cukup tinggi adalah kelompok *big firm high BM*, *small firm high BM*, *small firm low BM* pada tahun 2003, *big firm high BM* pada tahun 2005, dan *big firm low BM* pada tahun 2006. Nilai *R-squared* terendah terdapat pada *small firm low BM* tahun 2004 dengan nilai 1,7%,

menunjukkan bahwa ketidakmampuan variabel independen dan kontrol dalam memprediksi nilai variabel dependen.

Pada tahun 2003, hanya variabel *size* yang memberikan pengaruh signifikan terhadap *abnormal return*, yaitu model pada portofolio *big firm high BM* dan *small firm high BM*. Variabel independen aktual tidak memberikan hasil yang sesuai hipotesis awal penelitian, dimana variabel tersebut tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Tahun 2004 memberikan hasil yang tidak memuaskan, dimana semua model dalam portofolio tidak menunjukkan hasil yang signifikan satupun atas variabel independen dan variabel kontrol. Ini berarti *abnormal return* pada tahun ini tidak tergantung kepada tingkat aktual, ukuran perusahaan, maupun rasio *book-to-market*. Seperti pada tahun 2003, variabel *size* menunjukkan pengaruh yang signifikan atas *abnormal return* pada tahun 2005. Namun, pengaruh ini hanya ditunjukkan pada kelompok *big firm high BM*.

Pada tahun 2006, regresi menunjukkan bahwa *abnormal return* juga dipengaruhi oleh *book-to-market ratio* selain *size*. Pada kelompok *big firm low BM*, *abnormal return* dipengaruhi secara signifikan oleh nilai ukuran perusahaan (*size*) dan *book-to-market ratio*. Dalam portofolio yang dibentuk berdasarkan *size/BM*, variabel aktual tidak memiliki pengaruh dalam semua kelompok perusahaan. Selain itu, tanda koefisien juga tidak konsisten antara negatif dan positif. Hal ini menunjukkan bahwa aktual tidak menentukan *abnormal return*. Berbeda dengan simulasi portofolio terutama tahun 2006 dimana saham-saham dengan aktual rendah mengungguli saham dengan aktual tinggi.

Variabel kontrol *book-to-market* menunjukkan pengaruh yang signifikan hanya pada dua kelompok perusahaan di tahun 2006, yaitu pada *big firm low BM* dan *small firm low BM*. Hasil regresi juga menunjukkan tanda koefisien yang tidak konsisten sehingga tidak ada kesimpulan yang bisa ditarik. Variabel kontrol lain yaitu *size* (ukuran perusahaan) juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Variabel ini hanya berpengaruh dalam portofolio *big firm high BM* dan *small firm high BM* tahun 2003, *big firm high BM* tahun 2005, dan *big firm low BM* tahun 2006 dengan koefisien yang tidak konsisten antara negatif dan positif sehingga tidak ada kesimpulan yang pasti dari hasil regresi ini.

4.2.4 Regresi Portofolio Keseluruhan

Sebagai pendukung, dilakukan juga regresi secara keseluruhan data sebagai data panel, tanpa pembagian ke dalam portofolio. Berdasarkan hasil yang Uji Chow, disimpulkan bahwa data lebih baik diolah menggunakan model *fixed effect* dibandingkan *pooled least square* (PLS). Selanjutnya, uji Hausman menunjukkan bahwa dibandingkan *fixed effect*, model lebih baik menggunakan *random effect*. Berdasarkan uji asumsi, tidak ditemukan adanya multikolinearitas namun terdapat heteroskedastisitas dan autokorelasi dalam model. Dengan demikian, peneliti menggunakan *Cross Section SUR (PCSE)* sebagai *coefficient covariance method*. Hasil Uji F sebagaimana disajikan dalam Tabel 8 menunjukkan bahwa variabel independen tidak menjelaskan variasi variabel dependen secara baik. Selain itu, hasil uji t juga tidak menunjukkan bahwa ada variabel yang secara signifikan mempengaruhi *abnormal return*, termasuk variabel aktual.

4.3. Intepretasi Hasil

Hasil simulasi menunjukkan adanya anomali aktual antara tahun 2003 sampai dengan 2006 pada sebagian portofolio. Pada tahun 2003 *size-based portfolios* menunjukkan anomali namun *BM-based portfolios* dan *size/BM-based portfolios* tidak menunjukkan anomali. Dengan demikian, pada tahun 2003 keberadaan anomali aktual tidak kuat. Pada tahun 2004, hanya *BM-based portfolios* yang menunjukkan adanya anomali, sementara anomali yang sama tidak ditemukan pada portofolio yang dibentuk dengan dua cara lainnya. Tahun 2005, seluruh cara pembentukan portofolio memberikan hasil yang seragam, yaitu terdapat anomali aktual dengan intensitas yang kecil. Namun intensitas ini membesar pada tahun 2006. Kesimpulan dari hasil simulasi adalah keberadaan anomali aktual pada tahun 2003 dan 2004 tidak konsisten sehingga tidak dapat dipertahankan. Namun demikian, keberadaan anomali tersebut pada tahun 2005 dan 2006 cukup kuat.

Regresi yang dilakukan untuk penyelidikan kembali hubungan aktual dan *abnormal return* memperlihatkan hasil bahwa aktual tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Pada *size-based portfolios*, aktual hanya berpengaruh signifikan dengan koefisien negatif pada salah satu portofolio di tahun 2006. Hal ini dapat berarti bahwa anomali yang terdapat pada tahun 2005 semata-mata hanyalah sebuah kebetulan. Begitupula dengan ketiga portofolio lain di tahun 2006 dimana hasil regresi tidak menunjukkan pengaruh signifikan, anomali dalam simulasi portofolio

sangat mungkin hanya sebuah kebetulan. Pada *BM-based portfolios*, hasil regresi yang mendukung hipotesis hanya terdapat pada dua dari empat portofolio tahun 2006. Dengan demikian, sama halnya dengan *size-based portfolios*, anomali akrual hasil simulasi tahun 2005 mungkin merupakan kebetulan, demikian halnya dengan dua portofolio lain pada tahun 2006.

Pada *size/BM-based portfolios*, tidak satupun hasil regresi portofolio menunjukkan pengaruh akrual pada *abnormal return*. Perbedaan hasil simulasi dan regresi mungkin disebabkan oleh metode pengolahan data. Pada simulasi, jumlah perusahaan yang dilibatkan hanya berjumlah lima perusahaan dengan akrual tertinggi dan terendah pada masing-masing portofolio, namun pada regresi, semua perusahaan dilibatkan dalam pengolahan data. Berdasarkan hal di atas, keberadaan anomali akrual tidak dapat dipastikan pada tahun 2003 dan 2004. Akrual tidak mempengaruhi *abnormal return*. Investor telah memberikan porsi yang sesuai kepada akrual dalam prediksi laba masa depan. Namun demikian, akrual ini terlihat jelas pada tahun 2005 dan 2006. Pada tahun ini, investor memberikan porsi yang terlalu besar kepada akrual dalam prediksi laba. Ini menimbulkan kejanggalan karena investor melakukan kesalahan yang tidak mereka lakukan pada tahun sebelumnya. Dengan demikian, (tidak) adanya anomali akrual pada tahun (2003 dan 2004) 2005 dan 2006 mungkin disebabkan bukan oleh kemampuan prediksi laba investor, melainkan hal-hal di luar penelitian ini. Selain itu, hubungan langsung antara tingkat akrual dan *abnormal return* belum dapat dibuktikan secara kuat dan konsisten.

5. Kesimpulan, Kontribusi, Keterbatasan dan Saran Penelitian

Berdasarkan analisis atas hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa terdapat anomali akrual pada pasar modal Indonesia, namun anomali tersebut berbeda dengan yang ditemui di pasar modal Amerika yang konsisten selama tiga puluh tahun (Lev & Nissim, 2005). Pada pasar modal Indonesia, anomali akrual dapat terlihat jelas pada tahun 2005 dan 2006, namun tidak demikian halnya pada tahun 2003 dan 2004. Selain itu, korelasi langsung antara akrual dengan *abnormal return* tidak ditemukan pada hasil uji regresi. Perbedaan ini mungkin disebabkan oleh perbedaan karakteristik antara pasar modal Indonesia dan Amerika. Pincus et al, (2005) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa anomali akrual lebih banyak terdapat pada negara *common law* dibandingkan dengan negara berbasis *code law*. Tingkat akrual pada negara *common law* (seperti Amerika) lebih besar dibandingkan dengan negara *code law* (seperti Indonesia),

sehingga lebih rentan terhadap subjektivitas manajemen dan lebih besar kemungkinan terjadinya manajemen laba yang berdampak pada lebih rendahnya persistensi laba.

Penelitian ini tidak lepas dari sejumlah kelemahan, salah satunya adalah keterbatasan jumlah sample. Dengan demikian, generalisasi atas hasil penelitian ini harus dilakukan secara hati-hati mengingat adanya keterbatasan representasi sampel terhadap populasi. Data harga saham yang digunakan dalam penelitian ini belum disesuaikan dengan aksi korporasi (*corporate events*), karena kesulitan identifikasi aksi korporasi tersebut. Selain itu, penelitian ini tidak membedakan akrual diskresioner dan non-diskresioner, yang memiliki karakteristik yang berbeda.

Hasil penelitian ini memberikan bukti yang dapat menjadi masukan bagi analis bahwa akrual perlu diidentifikasi dan diperkirakan secara terpisah pengaruhnya terhadap laba masa depan sehingga harga wajar saham dapat diperkirakan secara lebih tepat. Bagi investor dan kreditor, penelitian ini menunjukkan bahwa dengan memiliki pengetahuan tentang pengaruh akrual pada *return* saham di masa depan dapat membantu meminimalisasi kesalahan prediksi laba sehingga pengambilan keputusan terkait penempatan dana bisa dilakukan dengan lebih akurat.

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah digunakannya sampel yang lebih banyak dan periode observasi yang lebih panjang sehingga penelitian lebih merepresentasikan populasi perusahaan yang terdaftar pada BEI. Selain itu, aksi korporasi perlu dipertimbangkan dalam variabel harga saham sehingga pengukuran *abnormal return* menjadi lebih akurat, serta analisis atas pengaruh akrual dipisahkan antara akrual diskresioner dan non-diskresioner.

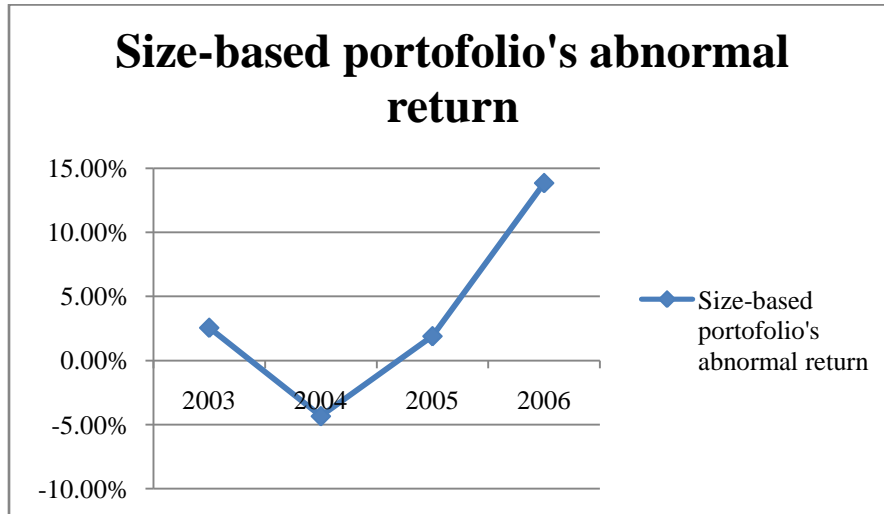
DAFTAR PUSTAKA

- Bellovary, J. L., Giacomino, D. E., & Akers, M. D. (2005). Earnings Quality: It's Time to Measure and Report. *The CPA Journal* .
- Bernstein, L. (1993). *Financial Statement Analysis 5th ed.* Homewood: Irwin.
- Chen, C. (2004). *Earning Persistence and Stock Price Under- and Overreaction.* Madison: University of Wisconsin.
- Choi, F. D., & Meek, K. G. (2008). *International Accounting* (6th Edition ed.). New Jersey: Pearson Education.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Return. *The Journal of Finance* , 427-465.
- Fischer, D. E., & Jordan, R. J. (1991). *Security Analysis and Portfolio Management.* New Jersey: Prentice Hall.

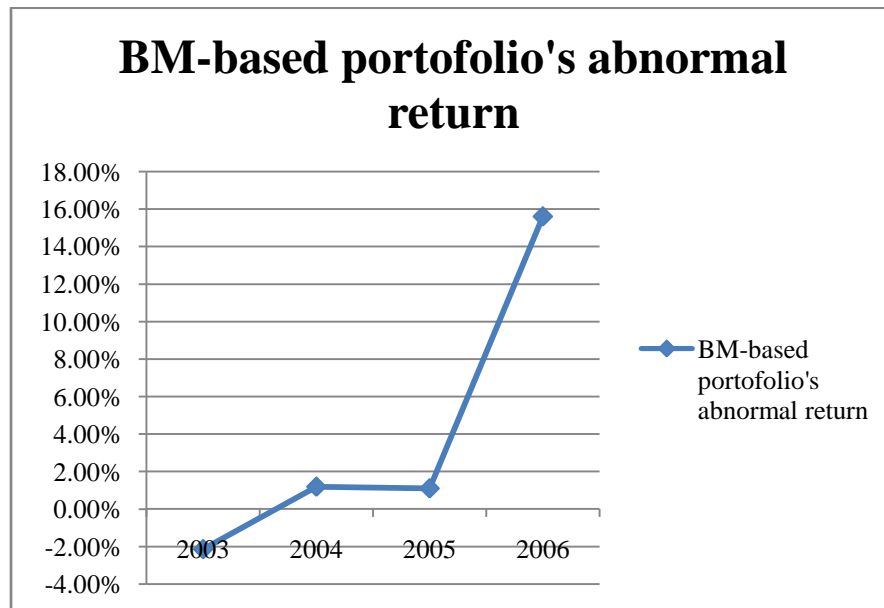
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. Singapore: McGraw-Hill.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implication for Empirical Research. *Journal of Accounting Research* , 40, 105-134.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2009). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jones, C. P. (2007). *Investment*. North Carolina: John Wiley & Sons Pte Ltd.
- Kieso, D. E., Weygant, J. J., & Warfield, T. D. (2010). *Intermediate Accounting* (13 ed.). Asia: John Wiley & Sons.
- Lev, B., & Nissim, D. (2005). *The Persistence of Accrual Anomaly*.
- Lo, A. W., & Mackinlay, C. A. (1988). Stock Price Market Do Not Follow Random Walk: Evidence from a Simple Specification Test. *The Review of Financial Studies* , 41-66.
- Mashruwala, C., Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2006). Why Is Accrual Anomaly Not Arbitraged Away? The Role of Idiosyncratic Risk and Transaction Cost. *Journal of Accounting and Economics* , 3-33.
- Mulyono. (2008). Hubungan Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan, dan Arus Kas pada Laporan Keuangan Interim dan Tahunan pada Abnormal Return Saham. Depok: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Pincus, M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2007). The Accrual Anomaly: International Evidence. *The Accounting Review* , 169-203.
- Rahardja, Y. (2009). *Uji Asumsi Modigliani-Miller II: Pengaruh Financial Leverage terhadap Cost of Equity dan Cost of Debt Perusahaan-Perusahaan di Indonesia*. Universitas Indonesia, Faculty of Economic and Business. Depok: FEUI.
- Ratmono, D., & Cahyonowati, N. (2005). Anomali Pasar Berbasis Earnings dan Persistensi Abnormal Akrua.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2008). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Sengupta, P. (1998, October). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, Vol 73, No.4 , 459-474.
- Sloan, R. G. (1996, July). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review* , 289-315.
- Soares, N., & Stark, A. W. (2009). The Accruals Anomaly - Can Implementable Portfolio Strategies be Developed That Are Profitable Net of Transaction Cost in UK? *Accounting and Business Research* , 321-345.
- Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2009). *Financial Statement Analysis*. Singapore: McGraw-Hill.
- Teoh, S. H., & Wong, T. J. (2002). Why New Issues and High-Accrual Firms Underperform: The Role of Analyst' Credibility. *The Review of Financial Studies* , 869-900.
- Yunior, W. S. (2009). *Pengaruh Kualitas Akrua Diskresioner dan Non-Diskresioner terhadap Biaya Modal*. Depok: FEUI.

LAMPIRAN

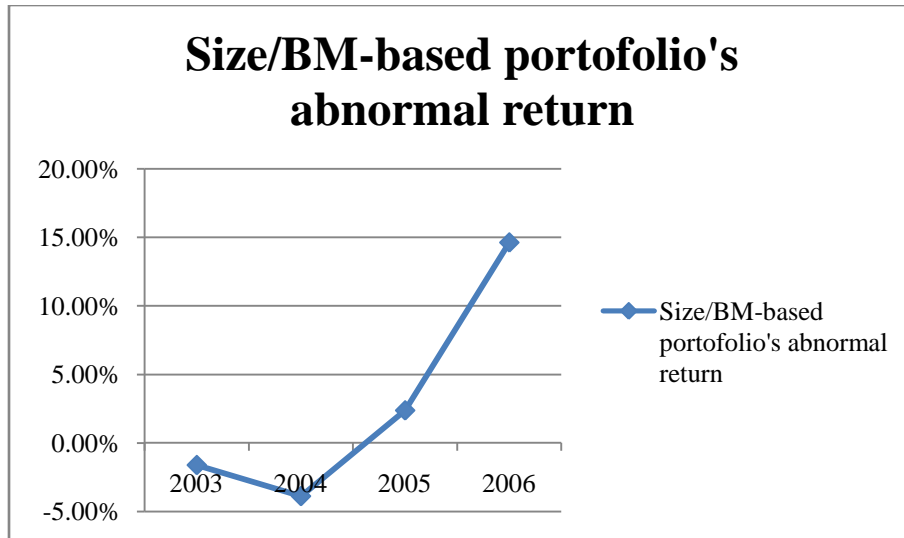
Gambar 1 – Total *Abnormal Return* pada *Size-based Portfolios*



Gambar 2 – Total *Abnormal Return* pada *BM-based Portfolios*



Gambar 3 – Total *Abnormal Return* pada *Size/BM-based Portfolios*



Tabel 1. Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah emiten BEI yang terdapat pada Osiris	375
Emiten yang tergolong perusahaan keuangan	(81)
Tidak memiliki kelengkapan data <i>size</i> , rasio <i>book-to-market value</i> , dan akrual	(141)
Tidak memiliki kelengkapan data harga saham bulanan	(32)
Jumlah akhir sampel penelitian	121
Jumlah sample selama 4 tahun observasi (<i>firm year</i>)	484

Tabel 2 – Abnormal Return dalam Size-based Portfolios

Kelompok / Accrual	Tahun											
	2003			2004			2005			2006		
	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.
Big Firm	-2.98%	-1.25%	1.73%	1.07%	-0.88%	-1.95%	-1.41%	0.23%	1.64%	-0.32%	1.35%	1.67%
Medium to big firm	-1.03%	-1.63%	-0.60%	-0.95%	-0.54%	0.41%	1.12%	1.35%	0.23%	-4.13%	3.28%	7.41%
Medium to small firm	-3.47%	-1.73%	1.74%	-2.05%	-1.26%	0.79%	-2.05%	0.59%	2.64%	-3.35%	-2.12%	1.23%
Small firm	-0.77%	-1.08%	-0.31%	2.16%	-1.43%	-3.59%	0.79%	-1.82%	-2.61%	-3.57%	-0.03%	3.54%
TOTAL ABNORMAL RETURN			2.56%			-4.34%			1.90%			13.85%

Tabel 3 – Abnormal Return dalam BM-based Portfolios

Kelompok / Accrual	Tahun											
	2003			2004			2005			2006		
	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.
High BM firm	1.35%	-1.52%	-2.87%	-0.29%	-1.42%	-1.13%	-1.77%	-0.74%	1.03%	-3.01%	0.67%	3.68%
Medium to high BM firm	-1.42%	-0.93%	0.49%	0.46%	-0.27%	-0.73%	-0.61%	0.97%	1.58%	-3.25%	3.97%	7.22%
Medium to low BM firm	-1.03%	1.02%	2.05%	-0.02%	0.15%	0.17%	-0.91%	0.36%	1.27%	-2.86%	0.44%	3.30%
Low BM firm	-2.95%	-4.76%	-1.81%	-2.84%	0.04%	2.88%	2.38%	-0.40%	-2.78%	-1.61%	-0.21%	1.40%
TOTAL ABNORMAL RETURN			-2.14%			1.19%			1.10%			15.60%

Tabel 4 – Abnormal Return dalam Size/BM-based Portfolios

Kelompok / Accrual	Tahun											
	2003			2004			2005			2006		
	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.	High	Low	Diff.
Big Firm, High BM	1.34%	-1.36%	-2.70%	0.67%	-0.88%	-1.55%	-0.86%	0.64%	1.50%	-3.23%	2.05%	5.28%
Big Firm, Low BM	-1.67%	-3.16%	-1.49%	-3.04%	-0.54%	2.50%	-1.02%	2.06%	3.08%	-0.98%	3.22%	4.20%
Small firm, high BM	-0.12%	-0.78%	-0.66%	1.49%	-1.69%	-3.18%	-0.68%	-0.30%	0.38%	-3.06%	1.99%	5.05%
Small firm, low BM	-1.66%	-0.70%	0.96%	-1.38%	-0.77%	0.61%	0.16%	-2.43%	-2.59%	-1.43%	-1.33%	0.10%
TOTAL ABNORMAL RETURN			-1.62%			-3.89%			2.37%			14.63%

Tabel 5 – Hasil Regresi *Size-based Portfolios*

		ACCRUAL		BM		SIZE		C		N	R2	Adj. R2	F-stat
Yr./Port		Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.				
03	1	-0.009	0.877	-0.001	0.103	-0.001	0.939	0.025	0.944	30	0.055	-0.054	0.504
	2	0.039	0.679	0.000	0.740	0.029	0.187	-0.800	0.190	30	0.051	-0.059	0.463
	3	-0.040	0.360	-0.001	0.002	-0.027	0.512	0.718	0.514	30	0.317	0.239	4.032 **
	4	0.029	0.682	-0.006	0.026	0.032	0.025	-0.823	0.025	31	0.267	0.185	3.274 **
04	1	0.108	0.411	0.000	0.985	0.005	0.751	-0.135	0.755	30	0.028	-0.084	0.253
	2	-0.108	0.443	0.000	0.979	0.032	0.483	-0.879	0.478	30	0.060	-0.048	0.557
	3	-0.178	0.438	0.001	0.001	0.067	0.472	-1.776	0.470	30	0.118	0.016	1.156
	4	0.101	0.244	-0.002	0.449	-0.014	0.368	0.367	0.363	31	0.137	0.041	1.430
05	1	0.000	1.000	0.000	0.657	-0.012	0.366	0.338	0.363	30	0.050	-0.059	0.458
	2	-0.015	0.896	0.001	0.770	-0.005	0.774	0.148	0.777	30	0.007	-0.108	0.059
	3	-0.109	0.168	-0.001	0.433	0.014	0.705	-0.376	0.698	30	0.097	-0.007	0.933
	4	0.007	0.841	-0.004	0.377	-0.002	0.661	0.048	0.624	31	0.031	-0.077	0.286
06	1	-0.018	0.882	0.000	0.184	-0.012	0.416	0.352	0.419	30	0.086	-0.019	0.819
	2	-0.132	0.040**	-0.009	0.050	-0.007	0.740	0.202	0.735	30	0.311	0.232	3.915 **
	3	0.128	0.603	-0.006	0.002	0.063	0.163	-1.678	0.163	30	0.310	0.231	3.898 **
	4	-0.078	0.122	-0.003	0.302	0.000	0.976	0.008	0.931	31	0.116	0.018	1.183
BM		= book to market ratio		Port 1= big firm		* signifikan pada $\alpha = 10\%$							
SIZE		= ukuran perusahaan		Port 2= moderate to big firm		** signifikan pada $\alpha = 5\%$							
Var.Dep = ARET; Var.Idp = ACCRUAL, BM, SIZE				Port 3= moderate to small firm		*** signifikan pada $\alpha = 1\%$							
				Port 4= small firm									

Tabel 6 – Hasil Regresi pada *BM-based Portfolios*

		ACCRUAL		BM		SIZE		C		N	R2	Adj. R2	F-stat	
Yr./Port		Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.					
03	1	0.116	0.174	-0.005	0.115	0.022	0.015	-0.521	0.031	30	0.348	0.273	4.623 ***	
	2	-0.020	0.778	0.029	0.008	0.023	0.006	-0.626	0.006	30	0.378	0.306	5.266 ***	
	3	-0.023	0.503	-0.012	0.496	0.006	0.425	-0.121	0.540	30	0.059	-0.049	0.547	
	4	-0.009	0.928	-0.001	0.203	0.009	0.404	-0.164	0.559	31	0.089	-0.012	0.882	
04	1	0.053	0.411	-0.002	0.005	0.006	0.455	-0.094	0.667	30	0.284	0.201	3.435 **	
	2	0.078	0.579	0.063	0.003	0.011	0.249	-0.360	0.164	30	0.383	0.312	5.376 ***	
	3	-0.038	0.670	0.044	0.124	0.001	0.928	-0.025	0.909	30	0.097	-0.007	0.935	
	4	0.134	0.355	0.001	0.412	0.003	0.750	-0.027	0.910	31	0.051	-0.054	0.484	
05	1	0.175	0.175	0.001	0.822	0.002	0.698	-0.007	0.951	30	0.083	-0.023	0.780	
	2	-0.042	0.403	0.015	0.410	0.009	0.187	-0.245	0.192	30	0.125	0.024	1.238	
	3	0.000	0.994	-0.020	0.307	0.000	0.923	0.044	0.529	30	0.046	-0.064	0.416	
	4	-0.032	0.637	0.000	0.935	-0.010	0.140	0.298	0.096	31	0.083	-0.019	0.818	
06	1	0.320	0.259	0.007	0.082	0.017	0.052	-0.412	0.067	30	0.194	0.101	2.092	
	2	-0.165	0.019**	-0.015	0.380	-0.011	0.166	0.357	0.125	30	0.263	0.178	3.094 **	
	3	-0.006	0.946	0.028	0.250	-0.002	0.559	0.060	0.482	30	0.068	-0.040	0.630	
	4	-0.093	0.011**	0.000	0.038	-0.004	0.391	0.146	0.223	31	0.191	0.101	2.129	
BM		= book to market ratio				Port 1=		high BM firm		* signifikan pada $\alpha = 10\%$				
SIZE		= ukuran perusahaan				Port 2=		moderate to high BM firm		** signifikan pada $\alpha = 5\%$				
Var.Dep = ARET; Var.Idp = ACCRUAL, BM, SIZE						Port 3=		moderate to low BM firm		*** signifikan pada $\alpha = 1\%$				
						Port 4=		low BM firm						

Tabel 7 – Hasil Regresi pada *Size/BM-based Portfolios*

		ACCRUAL		BM		SIZE		C		N	R2	Adj. R2	F-stat
Yr./Port		Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.				
03	1	0.033	0.745	-0.002	0.603	0.048	0.001	-1.318	0.001	30	0.349	0.274	4.649 ***
	2	0.054	0.443	-0.001	0.230	-0.001	0.878	0.037	0.896	30	0.072	-0.035	0.677
	3	0.054	0.313	-0.002	0.586	-0.025	0.016	0.667	0.016	30	0.246	0.159	2.833 *
	4	-0.018	0.747	-0.001	0.069	0.030	0.083	-0.810	0.081	31	0.222	0.136	2.575 *
04	1	0.106	0.553	-0.002	0.090	0.017	0.318	-0.454	0.328	30	0.131	0.030	1.302
	2	-0.055	0.608	0.001	0.257	0.007	0.487	-0.187	0.490	30	0.057	-0.052	0.525
	3	0.117	0.069	0.000	0.930	-0.025	0.085	0.663	0.087	30	0.169	0.073	1.757
	4	0.085	0.539	0.000	0.717	-0.005	0.779	0.136	0.770	31	0.017	-0.093	0.153
05	1	0.206	0.312	0.011	0.212	0.030	0.015	-0.836	0.013	30	0.230	0.141	2.585 *
	2	-0.037	0.682	0.000	0.600	-0.006	0.373	0.179	0.374	30	0.044	-0.067	0.395
	3	-0.019	0.715	0.000	0.953	-0.002	0.505	0.061	0.552	30	0.039	-0.072	0.353
	4	0.008	0.859	-0.001	0.480	0.002	0.753	-0.048	0.748	31	0.026	-0.083	0.236
06	1	-0.089	0.426	0.011	0.577	0.013	0.468	-0.374	0.458	30	0.080	-0.026	0.757
	2	-0.017	0.825	0.000	0.034	-0.017	0.018	0.493	0.019	30	0.304	0.224	3.783 **
	3	0.197	0.520	0.005	0.242	0.013	0.135	-0.352	0.120	30	0.136	0.036	1.365
	4	-0.068	0.163	-0.006	0.000	-0.001	0.819	0.027	0.808	31	0.432	0.369	6.844 ***
BM =		book to market ratio				Port 1 =		big firm, high BM		* signifikan pada $\alpha = 10\%$			
SIZE =		ukuran perusahaan				Port 2 =		big firm, low BM		** signifikan pada $\alpha = 5\%$			
Var.Dep =		ARET; Var.Idp = ACCRUAL, BM, SIZE				Port 3 =		small firm, high BM		*** signifikan pada $\alpha = 1\%$			
						Port 4 =		small firm, low BM					

Tabel 8– Hasil Regresi Keseluruhan

Dependent Variable: ARET

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ACC	0.000375	0.000393	0.954837	0.3401
BM	-0.001207	0.002482	-0.486371	0.6269
SIZE	9.98E-05	0.000198	0.505143	0.6137
C	0.001452	0.081180	0.017891	0.9857

Weighted Statistics			
R-squared	0.002196	Mean dependent var	-0.021851
Adjusted R-squared	-0.004040	S.D. dependent var	0.137105
S.E. of regression	0.137382	Sum squared resid	9.059381
F-statistic	0.352126	Durbin-Watson stat	1.874412
Prob(F-statistic)	0.787629		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.002963	Mean dependent var	-0.025432
Sum squared resid	9.845917	Durbin-Watson stat	1.724675

Judul : Anomali Akruar di Indonesia (Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia)

Penulis (1) : Elbert Ludica Toha
Universitas Indonesia

Penulis (2) : S. Nurwahyuningsih Harahap (corresponding author)
Universitas Indonesia

Detail korespondensi:

Alamat : Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia
Kampus UI, Depok

Telp (kantor) : 021-786-3558

HP : 081-8181-301

e-mail : s.nurwahyu@ui.ac.id