

## ANOMALI PASAR BERBASIS EARNINGS DAN PERSISTENSI ABNORMAL AKRUAL

DWI RATMONO

Universitas Dian Nuswantoro

NUR CAHYONOWATI

Universitas Diponegoro

### ABSTRACT

*This paper investigates whether mispricing of total accrual is due to largely to abnormal accrual. This paper used Jones and modified-Jones model-estimated abnormal accrual to test whether stock prices rationally reflect the one-year-ahead earnings. The data comprise earnings from 1999-2002 and accrual and cash flows components of earnings from 1998-2001. OLS regression and Iterative Non Linear Generalized Least Squares is utilized to test the hypothesis.*

*The results show that the cash flow component of earnings is more persistent than the normal accrual component, and the normal accrual component is more persistent than the abnormal accrual component. The Miskhin test results indicate that the market overprice cashflow and both normal and abnormal accrual. This paper controls for major unusual accrual and non-articulation events when estimating abnormal accrual and find that market overprice abnormal accrual. Thus the finding is consistent with the market overpricing of abnormal accrual stemming from managerial discretion.*

**Key Words:** *abnormal accrual, cash flow, earnings, market efficiency, earnings management*

### LATAR BELAKANG PENELITIAN

Riset-riset mengenai analisis terhadap laporan keuangan telah mendokumentasikan bahwa komponen-komponen dan rasio-rasio laporan keuangan dapat memberikan informasi mengenai profitabilitas di masa mendatang. Riset-riset mengenai efisiensi pasar tersebut menyimpulkan bahwa investor *misprice* beberapa informasi finansial yang bersifat historis dan fundamental seperti komponen arus kas dan akrual dari *earnings* (Beaver, 2002; Fairfield et al, 2003). Collins dan Hribar (2000b) berargumentasi bahwa pengukuran akrual mempunyai peran yang penting dalam *body of literature* akuntansi. Kajian tersebut termasuk riset-riset mengenai *value relevance* dari arus kas versus akrual, pengujian mengenai *earnings management* dan *income smoothing*, *pricing of discretionary versus non discretionary accruals*, dan *market's mispricing accruals*.

Riset-riset mengenai *market's mispricing* akrual menyimpulkan bahwa komponen akrual dari profitabilitas saat ini adalah kurang persisten dibandingkan komponen arus kas (Sloan, 1996; Collins dan Hribar, 2000a; Sutopo, 2001). Riset-riset tersebut juga menunjukkan bahwa adanya komponen akrual yang kurang persisten dibandingkan komponen arus kas dari *earnings* tersebut menyebabkan investor gagal untuk *fully price* implikasi yang berbeda dari komponen akrual dan arus kas dari profitabilitas saat ini untuk profitabilitas satu tahun berikutnya. Bukti-bukti mengenai perbedaan persistensi dan kecenderungan terjadinya *market mispricing* komponen akrual dan arus kas dari profitabilitas (Sloan, 1996; Collins dan Hribar, 2000a) memberikan peluang untuk riset selanjutnya mengenai penyebab *overpricing* total akrual. Xie (2001) telah menunjukkan bahwa *overpricing* dari total akrual yang didokumentasikan oleh Sloan (1996) adalah karena abnormal akrual.

Ratmono (2004) juga telah menunjukkan bahwa komponen akrual *earnings* kurang persisten dibandingkan komponen arus kas *earnings*. Meskipun demikian, riset tersebut belum menyimpulkan apakah abnormal akrual merupakan penyebab persistensi yang lebih rendah dari komponen akrual tersebut seperti telah ditunjukkan oleh Xie (2001). Oleh karena itu, tujuan riset ini adalah memperluas riset Ratmono (2004) yaitu

menguji apakah abnormal akrual merupakan penyebab dari *market's mispricing* komponen akrual dan arus kas dari *earnings* yang telah didokumentasikan oleh riset-riset sebelumnya.

## TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Riset-riset mengenai Efisiensi Pasar

Salah satu fokus riset pasar modal adalah riset mengenai efisiensi pasar yang didefinisikan oleh Fama (1991) sebagai pasar yang harga saham di dalamnya merefleksikan semua informasi yang tersedia. Ketika harga-harga saham efisien, informasi akan menjadi kepentingan besar bagi investor, manajer, penyusun standar akuntansi, dan partisipan pasar modal lainnya. Hal ini disebabkan karena harga saham tersebut menentukan alokasi kekayaan di antara perusahaan-perusahaan dan individu-individu yang berkepentingan bagi investor. Beberapa peraturan mengenai pelaporan keuangan dipremiskan pada catatan bahwa jika perusahaan membuat publikasi data akuntansi maka implikasinya akan diapresiasi dan direfleksikan dalam harga saham (Beaver, 2002). Jika investor bertransaksi dalam sebuah pasar yang efisien maka mereka dapat mendasarkan pada harga-harga yang merefleksikan berbagai rangkaian informasi, termasuk informasi laporan keuangan, dan mereka tidak harus memproses semua informasi secara langsung. Pasar modal yang efisien juga mempunyai implikasi untuk alokasi sumber daya dan produksi secara efisien sehingga tidak mengherankan bahwa efisiensi pasar merupakan salah satu bidang riset paling awal (Beaver, 2002). Efisiensi pasar juga mempengaruhi interpretasi para peneliti yang mendasarkan pada hubungan yang telah diobservasi antara harga saham dan angka-angka akuntansi.

Beaver (2002) mengklasifikasikan riset-riset mengenai efisiensi pasar ke dalam tiga bidang yaitu *post-earnings announcement drift*, *market to book ratios*, dan isu-isu akuntansi kontekstual. Riset dalam area isu-isu akuntansi kontekstual menguji efisiensi pasar berdasarkan beberapa fitur-fitur penting pelaporan keuangan seperti *earnings*, arus kas, dan akrual. Kothari (2000) juga mengklasifikasikan bidang riset *return predictability* yang menggunakan indikator-indikator univariate *mispricing* sebagai bagian dari riset efisiensi pasar. Lee (1995) menyatakan bahwa penelitian mengenai kandungan informasi arus kas dan akrual tersebut bertujuan menguji isu-isu seperti apakah akuntansi akrual memberikan informasi yang berbeda dari yang diberikan oleh arus kas dari operasi dan apakah *earnings* dalam bentuk arus kas mempunyai implikasi yang berbeda terhadap harga saham dibandingkan *earnings* dalam bentuk akrual.

### *Mispricing Abnormal Akrual*

Komponen arus kas dari aktivitas operasi sebagai ukuran kinerja cenderung tidak menyimpang dibandingkan jumlah yang dinyatakan pada *earnings* karena sistem akrual yang digunakan untuk menghitung *earnings* mendasarkan pada akrual, tangguhan, alokasi dan penilaian yang mempunyai subyektifitas lebih tinggi dibandingkan arus kas dari operasi (Bernstein, 1993). Sehingga arus kas operasi sering digunakan sebagai cek atas kualitas *earnings* dengan pandangan bahwa semakin tinggi rasio arus kas operasi terhadap *earnings* maka akan semakin tinggi pula kualitas *earnings* tersebut. Oleh karena itu dapat diduga bahwa persistensi *earnings* dari komponen akrual akan lebih rendah jika dibandingkan komponen arus kasnya.

Sloan (1996), Collins dan Hribar (2000), Sutopo (2001), dan Ratmono (2004) telah menunjukkan bahwa persistensi komponen akrual dari *earnings* adalah lebih rendah jika dibandingkan komponen arus kas dari *earnings*. Selain itu Sloan (1996) menemukan bahwa pasar gagal untuk mengapresiasi secara penuh persistensi yang lebih rendah komponen akrual dari *earnings* dan sebagai konsekuensinya pasar *overprice* total akrual. Dengan menggunakan data kuartalan, Collins dan Hribar (2000) juga menemukan bahwa pasar *overprice* total akrual. Ratmono (2004) juga telah menunjukkan bahwa harga saham gagal merefleksikan secara penuh persistensi *earnings* yang berbeda antara komponen akrual dan komponen kas dari *earnings* sehingga pasar *underprice* baik untuk komponen akrual maupun arus kas dari *earnings*. Meskipun demikian, riset-riset tersebut belum

menginvestigasi apakah penyebab *mispricing* tersebut yaitu apakah karena abnormal akrual, normal akrual, atau keduanya. Riset lebih jauh lagi dilakukan oleh Xie (2001). Dengan menggunakan model Jones, Xie (2001) memisahkan komponen akrual *earnings* ke dalam abnormal akrual dan normal akrual. Hasil risetnya menunjukkan bahwa abnormal akrual mempunyai persistensi yang lebih rendah dibandingkan normal akrual. Selain itu, riset tersebut juga menunjukkan bahwa komponen abnormal akrual mempunyai kinerja persistensi *earnings* yang paling rendah dibandingkan komponen arus kas dan normal akrual. Oleh karena itu Xie (2001) menyimpulkan bahwa *mispricing* yang telah didokumentasikan oleh Sloan (1996) dan Collins dan Hribar (2000) adalah karena ketidakmampuan untuk untuk menilai secara benar persistensi abnormal akrual.

**H1: *Mispricing* pasar terhadap total akrual disebabkan oleh besarnya abnormal akrual.**

## METODE PENELITIAN

### Pemilihan Sampel

Riset ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang sudah go public di BEJ sebelum 31 Desember 1996. Terdapat 237 perusahaan yang terdaftar di BEJ dalam periode itu menurut *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 1997.
2. Perusahaan tersebut masih terdaftar di BEJ sampai dengan 31 Desember 2002 (selama 7 tahun perusahaan tersebut tidak mengalami *de-listing*).
3. Perusahaan yang dipilih tidak bergerak dalam sektor keuangan. Alasan industri keuangan tidak dipilih karena industri keuangan tidak mempunyai komponen depresiasi yang material serta mempunyai karakteristik akrual yang berbeda.
4. Tidak terjadi peristiwa-peristiwa non artikulasi seperti merger, akuisisi, dan *diversitures* untuk sampel yang dipilih dalam periode observasi.

Tabel 1 menyajikan prosedur pengambilan sampel.

**Tabel 1**  
**Penentuan Jumlah Sampel dengan Purposive Sampling**

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang sudah <i>go public</i> sebelum 31 Desember 1996	237
Industri keuangan	(53)
Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel karena	
Mengalami <i>de-listing</i>	(69)
Data tidak lengkap	(15)
Perusahaan yang digunakan sebagai sampel akhir	100
Jumlah observasi untuk masing-masing perusahaan	4
Jumlah observasi untuk seluruh perusahaan	400

### Sumber Data

Data yang digunakan dalam riset ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan selama tahun 1996 sampai dengan 2002, *Indonesian Capital Market Database* (ICMD) tahun 1997–2003, dan *Indonesian Securities Market Database* (ISMD) PPA UGM.

### Definisi dan Pengukuran Variabel

#### 1. *Earnings*

Riset ini memakai konsep *earnings* sebagai pendapatan dari operasi bersih atau dikenal dengan EBIT (*Earnings before Interest and Tax*). Analisis empiris membutuhkan perbandingan *cross sectional* dan *temporal* dari kekuatan kinerja

*earnings* dan kekuatan relatif dari komponen arus kas dan akrual *earnings* (Sloan, 1996). Oleh karena itu variabel *earnings*, komponen normal dan abnormal akrual serta komponen arus kas distandarisasi dengan ukuran (*size*) perusahaan. Berbeda dengan Sloan (1996), komponen normal dan abnormal akrual serta komponen arus kas distandarisasi dengan lagged total assets agar sesuai dengan formula Jones dalam mengestimasi abnormal akrual.

$$Earnings = \frac{Earnings \text{ bersih operasi}}{Lagged \text{ total assets}} \quad (1)$$

#### 2. Komponen Akrual (*Accrual Component*)

Komponen akrual adalah salah satu komponen *earnings*, dimana komponen akrual didapatkan dari total akrual dibagi dengan *lagged total aset*<sup>1</sup>.

$$\text{Komponen Akrual (AC)} = \frac{\text{Total Akrual}}{Lagged \text{ Total assets}} \quad (2)$$

$$\text{Total Akrual} = (\Delta CA - \Delta Kas) - (\Delta CL - \Delta DCL) - Dep \quad (3)$$

dimana,

$\Delta CA$  = perubahan dalam *current assets*

$\Delta Kas$  = perubahan dalam kas/setara kas

$\Delta CL$  = perubahan dalam *current liabilities*

$\Delta DCL$  = perubahan dalam hutang yang termasuk *current liabilities*

Dep = beban depresiasi dan amortisasi

#### 3. Komponen Arus Kas (*Arus kas*)

Komponen arus kas adalah salah satu komponen dari *earnings*, dimana komponen arus kas didapatkan dari *earnings* setelah dikurangi total akrual yang dibagi dengan *lagged total assets*.

$$\text{Komponen Arus Kas} = \frac{Earnings - \text{Total Akrual}}{Lagged \text{ Total assets}} \quad (4)$$

#### 4. Normal Akrual dan Abnormal Akrual

Riset ini menggunakan model Jones untuk mengestimasi normal akrual dan abnormal akrual:

$$(TAcc_{\tau})/(A_{\tau-1}) = \alpha_1(1/A_{\tau-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{\tau})/(A_{\tau-1}) + \alpha_3(PPE_{\tau})/(A_{\tau-1}) + \varepsilon_{\tau} \quad (6)$$

$\Delta REV_{\tau}$  = Selisih penerimaan dari penjualan tahun  $\tau$  dengan tahun  $\tau - 1$ .

$PPE_{\tau}$  = Nilai bruto atas property, plant, and equipment.

$A_{\tau-1}$  = Total asset tahun  $\tau - 1$ .

$TAcc_{\tau}$  = Total Akrual

<sup>1</sup> Collins dan Hribar (2000b) berargumen bahwa total akrual yang dihitung dengan pendekatan neraca seperti yang digunakan dalam riset ini dapat menyebabkan *measurement error*. Meskipun demikian hal ini dapat dihindari dengan mengeluarkan sampel yang mempunyai *non articulation events* seperti merger, akuisisi dan *diversitures*. Oleh karena itu riset ini telah mengeluarkan sampel yang mempunyai *non articulation events* tersebut.

Nilai prediksi dari model Jones adalah sebagai Normal Akrual (NAcc) dan residualnya sebagai abnormal akrual (AbnAcc).

5. Abnormal Return Model Pasar dengan Beta Koreksi

Abnormal return adalah selisih return sesungguhnya dengan return yang diharapkan dengan menggunakan *market model*. Return diharapkan yang digunakan adalah return ekspektasi dari persamaan regresi dengan Beta yang sudah dikoreksi<sup>2</sup>.

### Model Analisis dan Teknik Analisis Data

Model yang digunakan untuk menganalisis data adalah model Xie<sup>3</sup> (2001), yang meliputi 2 persamaan yaitu persamaan (7) dan (8). Persamaan (7) akan digunakan untuk menguji persistensi komponen-komponen *earnings* sedangkan persamaan (8) digunakan untuk menguji *mispicing* komponen-komponen tersebut. Persamaan tersebut dinyatakan berikut ini.

$$Earnings_{t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 NAcc_t + \lambda_2 AbnAcc_t + \lambda_3 CFO_t + v_{t+1} \quad (7)$$

$$Abnormal Return_{t+1} = \beta(Earnings_{t+1} - \lambda_0 - \lambda_1 * Nacc_t - \lambda_2 * AbnAcc_t - \lambda_3 CFO_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (8)$$

Dari hasil regresi persamaan (7) atau persamaan *forecasting*, apabila hasil koefisien *abnormal akrual* ( $\lambda_2$ ) lebih kecil daripada hasil koefisien *normal akrual* ( $\lambda_1$ ) dan arus kas ( $\lambda_3$ ), hal ini mencerminkan persistensi *earnings* yang paling rendah adalah komponen abnormal akrual. Persamaan (8) atau persamaan *valuation* akan dianalisis dengan prosedur *Iterative Non Linear Generalized Least Squares* dan jika hasilnya menunjukkan  $\lambda_1^* = \lambda_1$ ,  $\lambda_2^* = \lambda_2$ , dan  $\lambda_3^* = \lambda_3$  maka menunjukkan efisiensi pasar atau tidak terjadi *mispicing* terhadap komponen *earnings* atau penolakan hipotesis pertama. Untuk menguji apakah koefisien *valuation* berbeda secara signifikan dengan koefisien *forecasting counterpart*-nya maka dilakukan pengujian dua tahap. Tahap pertama adalah memperoleh koefisien *forecasting* setelah itu dilakukan estimasi persamaan (7) dan (8) secara bersama-sama dengan memberikan *rational pricing constrain*,  $\lambda^* q = \lambda q$  ( $q=1,2$ , dan 3).

### Analisis Sensitivitas

Untuk memperoleh hasil penelitian yang *robust* maka riset ini menguji hipotesis dengan menggunakan pengukuran abnormal akrual dengan model Jones dan model Modified Jones<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Pengukuran Abnormal Return ini berbeda dengan Ratmono (2004) yang menggunakan model pasar dengan beta yang belum dikoreksi. Beta perlu dikoreksi karena adanya perdagangan di pasar modal Indonesia yang tidak sinkron sesuai dengan hasil riset Hartono dan Surianto (1999). Data untuk variabel ini diperoleh dari ISMD PPA UGM

<sup>3</sup> Model untuk menguji apakah harga saham merefleksikan properti yang berbeda dari komponen normal akrual, abnormal akrual dan arus kas *earnings* ini menggunakan kerangka yang dikembangkan oleh Miskhin (1983) untuk menguji hipotesis *rational expectation* dalam macro-econometrics.

<sup>4</sup> Dechow *et al* (1995) menyebutkan bahwa *adjustment relative* dari model Jones original adalah perubahan dalam revenue yang disesuaikan dengan perubahan piutang periode tersebut.

## ANALISIS HASIL

### Statistik Deskriptif

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif yang menunjukkan adanya variasi yang besar untuk semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Nampak bahwa nilai deviasi standar untuk variabel-variabel tersebut lebih dari 50% rata-ratanya. Selain itu Abnormal akrual juga mempunyai nilai rata-rata yang mendekati nol seperti halnya statistik deskriptif Xie (2001).

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	Mean	Minimum	Maximum	Deviasi Standar
Earnings	0,102859	-0,1207	0,5229	0,11471
Total Akrual	0,310363	-2,0682	3,3514	0,57149
Cash Flow	-0,179868	-3,1258	2,0452	0,55852
Abnormal Akrual (Jones Model)	-0,01311	-2,4473	2,9003	0,56394
Normal Akrual (Jones Model)	0,323476	0,0547	0,6272	0,32347

### Pengujian Hipotesis

Analisis empiris menggunakan data dari *earnings* untuk periode 1999-2002 dan data komponen akrual dan arus kas dari *earnings* untuk periode 1998-2001. Tabel 3 menggambarkan hasil dari estimasi persamaan (7) dengan menggunakan *single pooled regression*. Persamaan 7 merupakan model *forecasting* yang diestimasi dengan metode *Ordinary Least Squares* untuk memperoleh koefisien *forecasting* ( $\lambda_1$ ,  $\lambda_2$ , dan  $\lambda_3$ ) yang mengukur persistensi komponen *earnings* (Arus kas, Normal Akrual, dan Abnormal Akrual) untuk *earnings* satu tahun ke depan.

**Tabel 3**  
**Hasil Estimasi (Jones Model)**

Variabel	Parameter	Koefisien	t-hitung	Signifikansi (p-value)
Konstanta	$\lambda_0$	0,129	7,379	0,000
Normal Akrual	$\lambda_1$	0,561	18,886	0,000
Abnormal Akrual	$\lambda_2$	0,257	4,504	0,000
Cash Flow	$\lambda_3$	0,564	18,750	0,000
<b>R Square</b>	0,493			
<b>F-hitung</b>	122,390			
<b>Sig. F</b>	0,000			

Tabel 3 menunjukkan bahwa  $\lambda_1$ : 0,561,  $\lambda_2$ =0,257,  $\lambda_3$ =0,564 dan semuanya signifikan pada level 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien arus kas secara signifikan lebih besar dari koefisien normal akrual dan koefisien normal akrual secara signifikan lebih besar dari koefisien abnormal akrual. Oleh karena itu arus kas komponen *earnings* adalah lebih persisten daripada komponen normal akrual, dan komponen normal akrual adalah lebih persisten daripada komponen abnormal akrual. Hasil ini konsisten dengan penelitian Xie (2001).

Riset ini juga menguji apakah harga saham merefleksikan properti yang berbeda dari komponen akrual baik normal maupun abnormal akrual dan arus kas dari *earnings*. Model Xie (2001) yang digunakan untuk menguji hipotesis ini menggunakan *framework* yang dikembangkan oleh Miskhin (1983). Kerangka ini berawal dari implikasi dasar efisiensi pasar bahwa abnormal return adalah nol. Efisiensi pasar menekankan pada

constrains bahwa  $\lambda_1 = \lambda_1^*$ ,  $\lambda_2 = \lambda_2^*$ , dan  $\lambda_3 = \lambda_3^*$ . Konstrain non linear ini mensyaratkan bahwa harga saham akan mengantisipasi secara benar rata-rata persistensi kinerja *earnings*. Tabel 4 menunjukkan hasil dari estimasi persamaan (7) dan (8).

**Tabel 4**  
**Ringkasan Hasil Estimasi Non Linear Generalized Least Square (Jones Model)**

Parameter	Estimasi	Asymptotic Standard Error
$\lambda_1$	0,561	0,081
$\lambda_2$	0,257	0,032
$\lambda_3$	0,564	0,031
$\lambda_1^*$	0,613	0,041
$\lambda_2^*$	0,408	0,082
$\lambda_3^*$	0,609	0,042
Pengujian Efisiensi Pasar	$\lambda_1 = \lambda_1^*$ dan $\lambda_2 = \lambda_2^*$ $\lambda_3 = \lambda_3^*$	
Tingkat Signifikansi Marginal	0,04	

Tabel 4 menunjukkan bahwa untuk normal akrual, koefisien *valuation* ( $\lambda_1^*=0,613$ ) adalah lebih besar daripada koefisien *forecasting*-nya ( $\lambda_1=0,561$ ). Demikian juga untuk abnormal akrual, koefisien *valuation* ( $\lambda_2^*=0,408$ ) juga lebih besar daripada koefisien *forecasting*-nya ( $\lambda_2=0,257$ ). Secara rinci  $\lambda_1^*$  lebih besar 9,27% lebih besar daripada  $\lambda_1$ , dan  $\lambda_2^*$  lebih besar 58,75% daripada  $\lambda_2$ . Hal ini menunjukkan terjadinya *overpricing* untuk kedua komponen akrual tersebut dan mendukung hipotesis penelitian ini. Demikian juga halnya dengan arus kas, koefisien *valuation* ( $\lambda_3^*=0,609$ ) juga lebih besar daripada koefisien *forecasting*-nya ( $\lambda_3=0,564$ ). Pasar cenderung *overpricing* secara signifikan fitur-fitur *earnings* tersebut ( $p=0,04$ ). Hasil ini berbeda dengan hasil riset Sloan (1996), Collins dan Hribar (2000a), dan Xie (2001) yang menunjukkan bahwa pasar cenderung secara signifikan untuk *overpricing* akrual dan *underpricing* arus kas. Namun, hasil riset ini berbeda dengan hasil riset Ratmono (2004) yang menunjukkan bahwa pasar secara signifikan *underpricing* kedua komponen *earnings* tersebut.

#### Analisis Sensitivitas

Untuk memperoleh hasil riset yang *robust* maka riset ini mengukur normal dan abnormal akrual baik dengan model Jones dan model Modified Jones. Pengujian dengan menggunakan model Jones untuk mengukur abnormal akrual telah menunjukkan bahwa abnormal akrual paling rendah persistensinya dibandingkan dengan normal akrual dan arus kas. Hasil estimasi dengan *Iterative Non Linier Generalized Least Square* juga menunjukkan bahwa pasar secara signifikan *overprice* fitur-fitur *earnings* tersebut. Analisis Sensitivitas dengan menggunakan model Modified Jones juga memberikan hasil yang tidak berbeda seperti dalam Tabel 5 dan Tabel 6.

**Tabel 5**  
**Hasil Estimasi (Modified Jones)**

Variabel	Parameter	Koefisien	t-hitung	Signifikansi (p-value)
Konstanta	$\lambda_0$	0,048	2,009	0,045
Normal Akrual	$\lambda_1$	0,535	17,368	0,000
Abnormal Akrual	$\lambda_2$	0,494	6,084	0,000
Cash Flow	$\lambda_3$	0,545	17,259	0,000
<b>R Square</b>	0,460			
<b>F-hitung</b>	102,416			
<b>Sig. F</b>	0,000			

Tabel 5 menunjukkan bahwa koefisien *forecasting* abnormal akrual mempunyai nilai yang terkecil sehingga berimplikasi bahwa abnormal akrual paling tidak persisten dibandingkan dengan normal akrual dan arus kas. Pasar juga secara signifikan *overprice* komponen-komponen *earnings* tersebut seperti dalam tabel 6.

**Tabel 6**  
**Ringkasan Hasil Estimasi *Non Linear Generalized Least Square* (Modified Jones Model)**

Parameter	Estimasi	Asymptotic Standard Error
$\lambda_1$	0,535	0,081
$\lambda_2$	0,494	0,032
$\lambda_3$	0,545	0,031
$\lambda_1^*$	0,596	0,041
$\lambda_2^*$	0,570	0,110
$\lambda_3^*$	0,594	0,041
Pengujian Efisiensi Pasar	$\lambda_1 = \lambda_1^*$ dan $\lambda_2 = \lambda_2^*$ $\lambda_3 = \lambda_3^*$	
Tingkat Signifikansi Marginal	0,000	

### Pembahasan

Hasil pengujian di atas telah menunjukkan bahwa abnormal akrual merupakan komponen *earnings* merupakan komponen yang paling tidak persisten sedangkan arus kas merupakan komponen yang paling persisten. Hal ini menunjukkan bahwa rendahnya persistensi total akrual yang telah didokumentasikan riset-riset sebelumnya (Sloan (1996); Collins dan Hribar (2000a); Xie (2001); dan Ratmono (2004)) adalah karena rendahnya persistensi abnormal akrual.

Sedangkan *Miskhin test* merupakan sebuah perbandingan statistik antara penilaian pasar tentang persistensi komponen-komponen *earnings* (seperti yang terefleksi dalam *valuation* komponen-komponen *earnings* dengan  $\lambda_1^*$ ,  $\lambda_2^*$ , dan  $\lambda_3^*$ ) dengan persistensi historis komponen-komponen *earnings* (seperti terefleksi dalam hubungannya dengan *earnings* satu tahun berikutnya dengan  $\lambda_1$ ,  $\lambda_2$ , dan  $\lambda_3$ ). Hasil *Miskhin test* ini menunjukkan bahwa pasar *overpricing* ketiga komponen *earnings* tersebut. Model Jones (1991) merupakan model berbasis abnormal akrual yang menggunakan abnormal akrual sebagai proksi untuk *managerial discretion*. Meskipun demikian, Healy (1996) dan Bernard dan Skinner (1996) menekankan bahwa abnormal akrual atau residual menggambarkan tidak hanya *managerial discretion* namun juga peristiwa-peristiwa bisnis yang tidak biasa (*unusual business circumstances*). Riset ini seperti halnya disarankan Collins dan Hribar (2000b) dan Xie (2001), telah mengestimasi abnormal akrual setelah mengontrol *major unusual* akrual dan peristiwa-persitiwa non artikulasi (merjer, akuisisi, dan *diversitures*). Pengukuran abnormal akrual yang telah mengisolasi *managerial discretion* ini menunjukkan bahwa pasar *overpricing* abnormal akrual. Karena ukuran abnormal akrual tersebut lebih cenderung menggambarkan *managerial discretion*, maka hasil penemuan di atas menunjukkan bahwa *market overpricing* untuk abnormal akrual adalah disebabkan oleh *earnings management*.

Kecenderungan pasar untuk *overpricing* seluruh komponen-komponen *earnings* seperti telah yang telah didokumentasikan dalam riset ini berbeda dengan hasil riset Xie (2001) yang menunjukkan bahwa pasar *overpricing* komponen-komponen akrual dan *underpricing* komponen arus kas. Xie (2001) seperti halnya Collins dan Hribar (2000a) menggunakan pengukuran akrual yang diukur langsung dari laporan aliran kas sedangkan riset ini menggunakan pendekatan neraca seperti halnya Sloan (1996). Perbedaan



pengukuran ini mungkin menjadi perbedaan hasil riset ditunjukkan dengan rata-rata variabel arus kas Xie (2001) yang mempunyai nilai positif sedangkan rata-rata variabel arus kas dalam riset ini mempunyai nilai negatif. Hasil riset ini juga berbeda dengan hasil riset Ratmono (2004) yang menunjukkan bahwa pasar *underpricing* komponen akrual dan arus kas dari *earnings*. Riset ini berbeda dalam mengukur abnormal return dengan riset Ratmono (2004) karena menggunakan beta koreksi untuk menyesuaikan perdagangan yang tidak sinkron atau pasar modal yang tipis seperti di Indonesia.

### **SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN**

Penelitian ini bertujuan menguji apakah abnormal akrual merupakan penyebab *mispicing* komponen-komponen *earnings*. Dengan menggunakan data *earnings* tahun 1999-2002 dan komponen akrual dan arus kas dari *earnings* tahun 1998-2001 hasil pengujian menunjukkan bahwa abnormal akrual mempunyai persistensi yang paling rendah dibandingkan dengan normal akrual dan arus kas. koefisien abnormal akrual relatif lebih kecil dibandingkan koefisien arus kas. Analisis *Non Linear Generalized Least Squares* menunjukkan bahwa harga saham gagal merefleksikan secara penuh informasi yang terdapat dalam komponen akrual dan arus kas dari *current earnings* sampai informasi tersebut mempengaruhi *future earnings*. Pasar nampak *overestimate* terhadap persistensi komponen-komponen *earnings* sehingga cenderung untuk *overpricing* komponen-komponen *earnings* tersebut. Harga saham menunjukkan kecenderungan tersebut karena investor gagal untuk mengidentifikasi secara benar properti yang berbeda dari dua komponen *earnings* tersebut. Hasil ini tidak konsisten dengan pandangan efisiensi pasar bahwa harga saham merefleksikan secara penuh semua informasi publik yang tersedia. Riset ini memperluas Ratmono (2004) dengan menunjukkan bahwa rendahnya persistensi dan *mispicing* total akrual adalah disebabkan oleh besarnya abnormal akrual.

Riset ini mempunyai beberapa keterbatasan antara lain pengukuran arus kas yang menggunakan pendekatan neraca mungkin menyebabkan *measurement error* seperti disebutkan oleh Collins dan Hribar (2000b) meskipun riset ini telah mengontrol peristiwa-peristiwa non artikulasi. Selain itu juga mungkin terjadinya *industrial effect* karena tidak proposionalnya sampel yang dipilih yaitu 73 perusahaan dari industri manufaktur dan 27 perusahaan dari industri lainnya sehingga mungkin memberikan hasil yang bias. Periode pengamatan yang terbatas karena tujuan komparasi dengan penelitian sebelumnya juga menjadi keterbatasan riset ini. Keterbatasan lain adalah pengukuran abnormal akrual hanya dengan menggunakan model Jones dan modified Jones.

Riset selanjutnya sebaiknya memperpertimbangkan keterbatasan yang ada dalam penelitian ini yaitu mengukur arus kas secara langsung dari laporan aliran kas seperti yang telah dilakukan oleh Collins dan Hribar (2000b) dan Xie (2001). Hal ini mungkin akan memberikan hasil yang berbeda. Riset selanjutnya juga dapat berfokus dengan satu industri dan menggunakan periode pengamatan yang lebih lama serta menggunakan pengukuran abnormal akrual lainnya.

Isu-isu mendatang yang dapat diangkat adalah argumentasi Fairfield et al (2003) bahwa akrual adalah juga komponen dari pertumbuhan dalam aset operasi bersih seperti halnya komponen dari profitabilitas. Dengan mendasarkan pada argumentasi tersebut, Fairfield et al (2003) menunjukkan bahwa setelah mengontrol profitabilitas saat ini, kedua komponen dari pertumbuhan aset bersih yaitu akrual dan pertumbuhan dalam aset operasi bersih jangka panjang mempunyai hubungan yang negatif dengan *return on asset* satu tahun berikutnya. Selain itu, setelah mengontrol profitabilitas saat ini, pasar cenderung untuk *overvalue* secara ekuivalen akrual dan pertumbuhan dalam aset operasi bersih jangka panjang. Dengan mendasarkan pada argumen bahwa akrual juga merupakan komponen dari pertumbuhan aset operasi bersih, maka riset selanjutnya dapat menguji apakah perbedaan persistensi dan kecenderungan *mispicing* akrual yang telah didokumentasikan oleh riset-riset sebelumnya dapat diaplikasikan secara lebih luas kepada pertumbuhan dalam aset bersih.

## REFERENSI

- Ball, Ray dan Brown, Philips.1968. “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”. *Journal of Accounting Research*. Autumn. Pp 159-78.
- Beaver, William H. 2002. “Perspective On Recent Capital Market Research”. *Accounting Review Vol 77 No.2*. pp. 453-474
- Bernard, V dan Stober, T. 1989. “The Nature and Amount of Information Reflected in Cash Flows and Accruals”. *Accounting Review Vol.64*. pp. 624-652
- \_\_\_\_\_, V dan D.J. Skinner. 1986, “What motivates manager’s choice of discretionary accrual?”. *Journal of Accounting Economics* 22. pp 313-325
- \_\_\_\_\_, V dan Thomas, J. 1990. “Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings”. *Journal of Accounting Economics* 13. pp.305-340
- Collins, Daniel W. dan Hribar, Paul. 2000a. “Earnings based and Accrual-based Market Anomalies: One Effect or Two”. *Journal of Accounting Economics* 29. pp 101-123
- \_\_\_\_\_, 2000b. “Errors in estimating accruals: Implications for empirical research”. Working Paper, University of Iowa and Cornell University
- Dechow, Patricia M.1994. “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance”. *Journal of Accounting Economics* 18. pp. 3-42.
- \_\_\_\_\_, 1995. ‘Detecting Earnings Management’. *Accounting Review*. Vol 70 No. 2 pp. 193-225
- Fairfield, Patricia, et al. 2003. “Accrued Earnings and Growth: Implication for Future Profitability and Market Mispricing”. *Accounting Review*. Vol.78. No.1
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. Mc Graw-Hill Inc, New York
- Hartono, Jogiyanto dan Suriyanto. 1999. “Bias di Beta Sekuritas dan koeksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta”. Artikel disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi II
- Hair, et al. 1998. *Multivariate Data Analysis*. Prentice-Hall International
- Healy, P.M.1985. “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”. *Journal of Accounting Economics*. Vol.7. pp.85-107
- \_\_\_\_\_, 1996. “Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models”. *Journal of Accounting Research*. 34: 107-115
- Khotari, S.P, 2001, “Capital Market Research in Accounting”. *Journal of Accounting Economics*. 31 : 105-231
- Lee, Andrew. 1995. *Capital Market Research in Accounting* dalam Contemporary Issues in Accounting. Addison-Wesley Publishing Company, Singapore
- Maines, L. dan Hand, J. 1996. “Individual’s Perceptions and Misperceptions of the Time Series Properties of Quarterly Earnings”. *Accounting Review*. July. Pp.317-336
- Ratmono, Dwi, 2004. Persistensi Relatif Earnings dan Anomali Pasar Berbasis Earnings, makalah dipresentasikan dalam Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VII Universitas Udayana
- Sloan, Richard. G. 1996. “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings”. *Accounting Review*. Vol.71 No.3 pp.289-315
- Sutopo, Bambang. 2001. “The Relative Persistence of Earnings Performance Attributable to Accrual versus Cash Flows Components of Earnings and Earnings Management”. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*. Vol. 1 No.1
- Xie, Hong. 2001. “The Mispricing of Abnormal Accrual”. *Accounting Review*. Vol.76 No.3 pp.357-373
- Wilson, P. 1987. “The Incremental Information Content of the Accrual Component of Earnings after Controlling for Earnings”. *Accounting Review*. Vol.62 pp.293-322